

Vontobel

# Investors' Outlook

À la recherche  
de la stabilité

Novembre 2023

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Bonnes nouvelles, mauvaises nouvelles, pires nouvelles

### 6 Points saillants du marché

Gros plan sur le Moyen-Orient

### 8 Point de vue

La boussole de la qualité

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

### 16 Prévisions

## Mentions légales

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

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

### Auteurs\*

**JP Britz,**  
Portfolio Manager, Multi-Asset Strategy,  
Vontobel  
**Stefan Eppenberger,**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel  
**Frank Häusler,**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel  
**Michaela Huber,**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel  
**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income and FX Strategist,  
Vontobel  
**Mario Montagnani,**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel  
**Dan Scott,**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochaine édition: Decembre 2023)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

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

8 Novembre 2023

### Remarques

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

# À la recherche de la stabilité



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

Chers lecteurs,

La dernière vague de violence qui a déferlé sur le Moyen-Orient début octobre a retenu l'attention du monde entier, suscitant la crainte d'une augmentation des pertes en vies humaines et d'une propagation du conflit à l'ensemble de la région.

Les investisseurs se sont donc tournés davantage vers des valeurs refuges, telles que l'or ou le dollar US. La communauté financière garde également un œil attentif sur les prix du pétrole et sur une éventuelle flambée de l'inflation. Nous adoptons une position analogue et pensons qu'il est préférable, avant d'agir, de faire preuve de prudence et de surveiller de près la situation géopolitique et les dommages économiques que le durcissement actuel des conditions financières peut générer.

Nous devons également considérer le contexte économique général. Les investisseurs qui ont tenté d'évaluer l'état de l'économie américaine ont détecté des signaux contradictoires. Celle-ci reste indubitablement vigoureuse et ne présente à ce stade aucun signe de ralentissement.

Certaines sociétés, en particulier dans les secteurs liés à la consommation, ont dépassé les attentes et revu leurs prévisions à la hausse. Cependant, les taux de défaut sont en hausse et les crédits aux entreprises et à la consommation commencent à augmenter. Le marché de l'emploi et les consommateurs ont apparemment ignoré les relèvements de taux, tandis que le marché du logement en subit les douloureuses conséquences. Chaque point de données qui souligne la vigueur persistante de l'économie américaine reporte l'éventualité de baisses des taux et maintient les rendements du Trésor à leur niveau actuel.

Ces signaux contradictoires déconcertent et tiraillent les investisseurs. Les plus agressifs prévoient une récession brève et superficielle pouvant générer des opportunités en matière de prix. Les autres, convaincus que nous nous trouvons dans l'œil du cyclone et que la situation ne peut qu'empirer, attendent que l'inévitable se produise. Nous réitérons notre scénario de récession et considérons que d'une manière ou d'une autre, il est encore trop tôt pour intervenir et apporter des changements à notre portefeuille.

Alors que la dernière ligne droite avant la fin de l'année approche, il convient de mentionner que les marchés obligataires ont traversé encore une fois une année difficile. La question toutefois est de savoir si les rendements ont atteint leur sommet. Les investisseurs milliardaires Bill Ackman et Bill Gross ont récemment mis un terme à leurs positions baissières pour les obligations, évoquant respectivement le ralentissement de l'économie et l'anticipation d'une récession.

Dans cet « Investors' Outlook », vous trouverez une analyse du conflit au Moyen-Orient et de ses répercussions pour les investisseurs, un examen de l'investissement de qualité en tant que philosophie d'investissement et nos points de vue sur les métaux industriels et l'or.

Nous restons vigilants et prêts à nous adapter à l'évolution de la dynamique du marché en fonction des défis économiques et géopolitiques.

---

→ **Webcast**

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

---



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

# Bonnes nouvelles, mauvaises nouvelles, pires nouvelles

**Octobre pourrait se résumer à une série de «bonnes nouvelles» aux répercussions négatives. Par exemple, les résultats nettement supérieurs aux prévisions du rapport sur l'emploi aux États-Unis ou le fait que l'indice ISM manufacturier se rapproche d'un territoire positif. Tout ceci a alimenté les craintes concernant la Réserve fédérale américaine et son souhait de prolonger le maintien des taux à un niveau élevé, ou de procéder à un nouveau relèvement, et de franches mauvaises nouvelles, avec l'embrasement inattendu du conflit en Israël.**

Commençons par les bonnes nouvelles devenues mauvaises nouvelles. En raison des données économiques positives, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont atteint plus de 5%, tout comme les rendements des bons du Trésor à 30 ans qui est à un niveau le plus élevé depuis la crise financière mondiale. Cette évolution pourrait bientôt s'avérer problématique car l'augmentation des rendements obligataires se traduit par la hausse des coûts d'emprunt pour les entreprises et les gouvernements. Un maillon de la chaîne finit généralement par se briser. Citons à cet égard l'effondrement de la bourse de 1987, l'éclatement de la «bulle Internet» en 2000 ou le «taper tantrum» de la Fed en 2013, lorsque la

Fed avait progressivement réduit son programme d'assouplissement quantitatif. Il est toutefois difficile de prédire ce qui va céder et quand.

Les membres de la Fed semblent en être parfaitement conscients. Son président Jerome Powell a souligné la présence d'«une série d'incertitudes, anciennes et nouvelles», qui «compliquent» le rôle de la Fed. La Fed ayant maintenu ses taux lors de sa réunion de novembre, nous pensons qu'elle commencera à les baisser dès les premiers signes d'un ralentissement de la croissance économique, probablement durant le 1er semestre 2024.

Quant au secteur énergétique, les investisseurs étaient déjà confrontés aux inquiétudes en matière d'offre suscitées par la réduction de la production de pétrole. Le conflit au Moyen-Orient ne fait qu'exacerber les craintes d'un nouveau choc pétrolier analogue à celui des années 1970. Si le conflit ne s'étend pas, nous pensons que l'impact sur les prix du pétrole devrait rester modéré. S'il s'étend, un choc pétrolier d'envergure ne pourra pas être exclu.

Découvrez le détail de notre allocation en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>			→			Nous restons neutres sur la partie cash mais surveillons la consolidation des marchés en cours depuis fin juillet. Nous sommes prêts à agir à chaque opportunité.
<b>2</b> <b>Obligations</b>			→			Nos vues sur l'obligataire sont neutres et inchangées pour les sous-classes d'actifs. Jusqu'ici latent, le sell-off obligataire a pris de l'ampleur début octobre, favorisée par de « bonnes nouvelles » perçues négativement, comme le rapport mensuel sur l'emploi US et les ventes de détail. Nous pensons que la Fed entamera des baisses de taux au 1 <sup>er</sup> semestre 2024. Dans une économie en décélération, l'inflation devrait reculer et les taux jugés trop élevés par les investisseurs. Nous réaffirmons nos perspectives positives pour le revenu obligataire de première qualité et restons défensifs sur l'allocation de crédit, avec une position neutre et sous-pondérée sur les obligations Investment Grade et haut rendement.
<b>3</b> <b>Actions</b>			→			Nous sommes neutres sur les actions et conservons notre position défensive régionale. En raison de primes de risque sur les actions peu attrayantes sur la base d'évaluations relativement justes et de l'apport de liquidité du système par les banques centrales, peu favorable aux actions. La saison des publications des résultats pour le troisième trimestre des entreprises de la zone Euro a été plus décevante que celle des entreprises américaines et japonaises. La zone euro pourrait connaître une amélioration une fois que la récession sera confirmée. Nous restons surpondérés sur les actions US et suisses, deux marchés résistants et défensifs aux résultats prévisibles.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Nous restons légèrement positifs sur l'or. Les événements tragiques au Moyen-Orient survenus depuis début octobre et la volatilité qui en a résulté soulignent son importance dans les portefeuilles. L'or a aussi bénéficié du sell-off des emprunts d'État, qui en fait une valeur refuge plus attrayante pour certains. Il protège contre le risque géopolitique encore élevé et le risque que l'inflation augmente plus que prévu.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Au sein des matières premières, le secteur de l'énergie a attiré tous les regards sur fond de conflit au Moyen-Orient. À plus long terme, l'éventuelle extension du conflit à l'ensemble de la région sera cruciale. Mis à part le prix du pétrole, les perspectives pour les autres matières premières ne nous convainquent pas. Les métaux industriels continuent de subir la faiblesse de l'industrie manufacturière mondiale et l'impact de l'immobilier chinois. Avec notre scénario de base anticipant une récession, il en résulte une vue neutre sur les matières premières.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous restons négatifs sur les fonds alternatifs et neutres sur l'immobilier, c'est-à-dire légèrement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres sur l'immobilier. Nous sommes donc neutres sur les investissements alternatifs, comme le mois dernier.

# Gros plan sur le Moyen-Orient

**Le conflit Israël-Hamas domine l'actualité depuis début octobre. Les immenses implications humanitaires rendent déplacé tout examen du conflit du point de vue des investisseurs. Nous pensons toutefois important de vous informer de nos décisions d'investissement, même en périodes agitées. Alors que l'extension ou l'escalade du conflit est incertaine, nous considérons les principaux facteurs en jeu.**



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



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

Lorsque les investisseurs ont tenté d'évaluer la situation et d'en obtenir une vue d'ensemble, tous les regards se sont portés sur le pétrole. Les investisseurs craignaient une hausse des prix du pétrole, mais le Brent est tombé à des niveaux observés avant le début du conflit. Bien qu'Israël ne représente que moins de 1% de la production mondiale de pétrole d'après l'Energy Information Administration américaine (États-Unis: 20%, Arabie saoudite: 11%), un regard sur le détroit d'Ormuz suffit pour expliquer les craintes des investisseurs de voir s'étendre le conflit. Ce détroit, qui relie le golfe d'Oman et la mer d'Arabie et qui sépare l'Iran (au nord) de la péninsule arabique (au sud), est traversé chaque jour par environ un cinquième de la production mondiale de pétrole. La contagion à d'autres régions, voire le blocage temporaire du détroit, aurait un impact considérable sur la fourniture mondiale.

Les investisseurs s'intéressent également à l'Iran, suspecté de soutien au Hamas et de liens avec le Hezbollah libanais.<sup>1</sup> Au début du conflit, l'Iran s'est limité à sommer Israël de cesser son intervention militaire mais le ministre iranien des affaires étrangères a durci le ton, s'adressant aux USA, mettant en garde contre un conflit sur plusieurs fronts et appelant les autres membres de l'Organisation de la coopération islamique à imposer un embargo pétrolier et des sanctions contre Israël.

L'Arabie saoudite, désireuse depuis un certain temps de diversifier son économie et d'attirer des investisseurs étrangers, a suspendu les efforts de normalisation de ses relations avec Israël, le sommant de cesser son intervention. Quoiqu'une extension du conflit ne soit pas dans son intérêt, elle n'a pas directement condamné l'attaque contre Israël.

### Arguments contre une escalade

Bien qu'il soit difficile de prédire l'évolution de la situation (les parties prenantes sont multiples et leurs intérêts contradictoires), l'espoir demeure que le conflit ne s'étende pas au-delà de la région. Contrairement à l'embargo pétrolier des années 70 imposé aux USA (graph. 1) par les membres arabes de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), les dirigeants actuels restent, pour l'instant, à l'écart.

Par ailleurs, une escalade n'est pas non plus dans l'intérêt politique des Etats-Unis, un choc pétrolier risquant d'affecter la popularité de Joe Biden à l'approche des élections présidentielles (graph. 2).

### Aggravation des tensions ?

Israël a déclaré la guerre et mobilisé environ 360 000 réservistes qui constituent, avec les militaires actifs, 5,4% de la population israélienne, un chiffre bien supérieur à celui de la guerre du Liban de 1982 (1,9%), de la première intifada à partir de 1987 (1,8%), de la deuxième intifada à partir de 2000 (2,8%), de la seconde guerre du Liban de 2006 (0,4%) ou de la guerre de Gaza de 2011 (2,3%)<sup>2</sup>. Israël pourrait donc se préparer à une opération longue de plus grande ampleur.

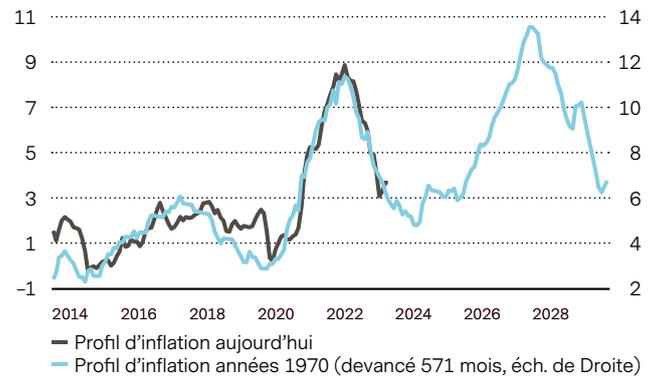
Un autre élément est l'intérêt de la Russie. Bien qu'elle ne fasse pas partie de l'OPEP stricto sensu, elle participe à ses réunions et a soutenu les récentes décisions de réduction de la production de pétrole. Nous pensons qu'il y a un risque que la Russie continue de réduire sa production, et donc l'offre.

### Impacts sur les investisseurs

1. Dans l'environnement actuel, nous préconisons un positionnement défensif. La situation actuelle augmente la probabilité d'une récession (graph. 3), qui demeure notre scénario de base.
2. Aux investisseurs soucieux de se protéger, des investissements liés au pétrole (comme des actions du secteur de l'énergie) pourraient faire sens.
3. Ceux qui cherchent des valeurs refuges pourraient envisager l'or plutôt que le dollar US. Les conflits au Moyen-Orient génèrent une poussée des prix du pétrole qui pèse sur le dollar US (en raison de la relation inverse de ces 2 valeurs).

### Graph. 1 : Il y a 50 ans, l'embargo arabe sur le pétrole : un épisode douloureux de l'histoire US

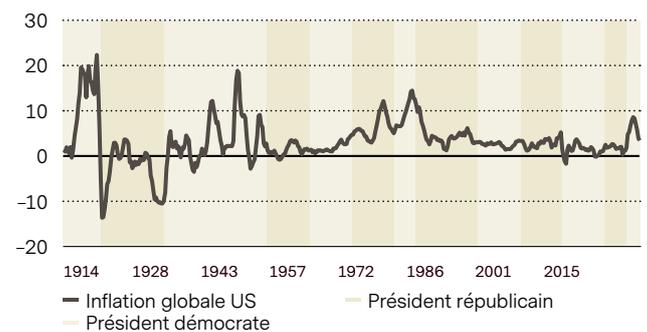
Variation en % en glissement annuel



Source : LSEG, Vontobel

### Graph. 2 : Hausse de l'inflation, ou comment perdre des élections

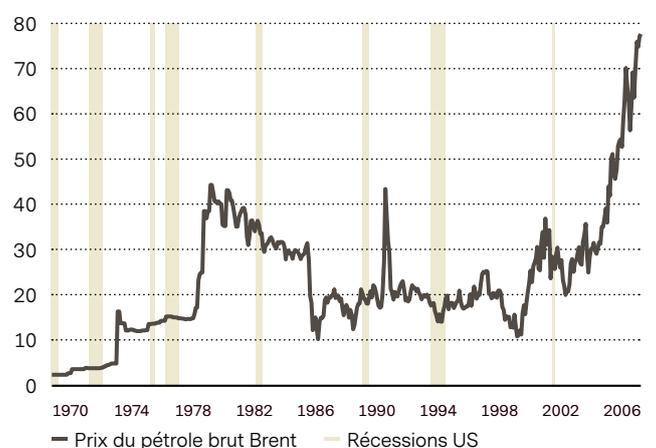
Variation en % en glissement annuel



Source : LSEG, Vontobel

### Graph. 3 : Le monde ne peut endurer longtemps des prix du pétrole élevés

Dollars US par baril



Source : LSEG, Vontobel

<sup>1</sup> L'Iran a nié toute participation dans les attaques; d'après le secrétaire d'État US Antony Blinken, «rien ne prouve» une telle participation.

<sup>2</sup> Sources: Banque mondiale, Jewish Virtual Library, Israel Central Bureau of Statistics, International Institute for Strategic Studies, Six Days of War: June 1967 and the Making of the Modern Middle East (Michael Oren), The Yom Kippur War (Abraham Rabinovich).



# La boussole de la qualité

«Il vaut bien mieux acheter une société formidable à un prix correct qu'acheter une société correcte à un prix formidable.» Cette célèbre formule de Warren Buffet dans une lettre aux actionnaires en 1989 résume bien l'essence même d'un investissement de qualité: une stratégie cherchant à identifier des sociétés rentables de grande qualité, avec de solides fondamentaux financiers, des avantages concurrentiels durables et un potentiel de croissance constant.



—  
**JP Britz**  
 Portfolio Manager,  
 Multi-Asset Strategy,  
 Vontobel

Après une décennie de forte croissance, le coronavirus, la guerre en Ukraine et le conflit au Moyen-Orient font désormais évoluer le monde dans un environnement économique vulnérable à l'inflation et aux risques géopolitiques. Face à tant d'incertitudes, l'âge d'or de l'investissement de qualité ne fait probablement que commencer.

Les bénéfices des entreprises mettront peut-être du temps à être impactés. La stabilité et la résilience de l'investissement de qualité revêtent donc une importance de tout premier plan, car elles permettent d'atténuer le risque de pertes et de miser à long terme sur des activités foncièrement solides. Le fait de privilégier des sociétés présentant des bilans stables, des bénéfices fiables et des flux de trésorerie robustes, permet de construire des portefeuilles résilients, à même de traverser les cycles du marché et d'offrir des rendements attrayants ajustés au risque.

Mais en quoi l'investissement de qualité diffère-t-il des styles « croissance » et « valeur » ?

#### La qualité face à la valeur et à la croissance<sup>1</sup>

Si la sélection de sociétés de qualité semble intuitive et indispensable à la réussite, ce style d'investissement n'est pas aussi populaire et spectaculaire que les styles « croissance » et « valeur ». Cela fait toutefois des décennies que l'investissement de qualité surperforme ces styles sur les marchés mondiaux. D'autant que, au vu du rapport risque-rendement, la qualité génère souvent des rendements annualisés plus élevés et un écart-type annualisé plus faible que la valeur et la croissance, et que le marché dans son ensemble (graph. 1).

Mais alors, pourquoi la qualité est-elle souvent mise sur la touche ? Cela tient aux opinions divergentes, souvent subjectives, des investisseurs au sujet de ce qui génère réellement des rendements à long terme dans l'investis-

sement de qualité. À titre d'exemple, les indices MSCI Quality prennent en compte trois facteurs uniques ayant trait à la productivité financière, à la faiblesse de l'effet de levier et à la stabilité. Notre système de notation de la qualité est plus large et prend en compte des facteurs supplémentaires nous semblant sous-représentés ou exclus de la méthodologie de MSCI.

#### Ce que nous recherchons

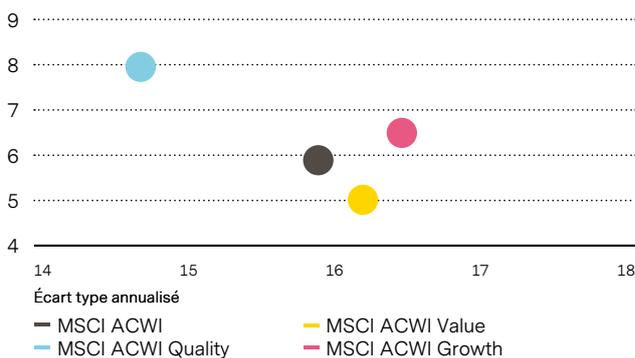
- **Qualité des bénéfices:** fortes de leur position concurrentielle, de l'efficacité de leur gestion et de leur capacité à s'adapter aux évolutions du marché, les sociétés de qualité supérieure doivent afficher une croissance régulière et durable de leurs bénéfices. Elles doivent présenter un historique de bénéfices stables et une moindre sensibilité à la volatilité.
- **Productivité financière:** la capacité d'une société à utiliser efficacement le capital et à générer régulièrement des rendements supérieurs sur ses capitaux propres est souvent le signe d'un avantage concurrentiel. Il peut arriver que le marché sous-estime la longévité de cet avantage, ce qui crée des opportunités. Les sociétés dont les rendements des capitaux propres et du capital investi sont plus élevés surperforment souvent le marché (graph. 2).
- **Stabilité financière:** les sociétés présentant des bilans sains et faiblement endettées tendent à être moins vulnérables aux ralentissements et peuvent mieux saisir les opportunités de croissance.
- **Génération de flux de trésorerie disponibles:** les flux de trésorerie disponibles solides et réguliers permettent aux sociétés de réinvestir, de verser des dividendes et de saisir des opportunités stratégiques. Elles en tirent généralement une certaine stabilité et une meilleure capacité à affronter les incertitudes du marché.

<sup>1</sup> Le facteur « valeur » comprend des titres affichant des prix qui semblent faibles par rapport à leur valeur intrinsèque, tandis que le facteur « croissance » comprend des titres affichant des prix censés être tirés par une croissance exceptionnelle des ventes et des bénéfices.

# 10 Point de vue

**Graph. 1 : Historiquement, les sociétés de qualité supérieure ont surperformé avec une moindre volatilité**

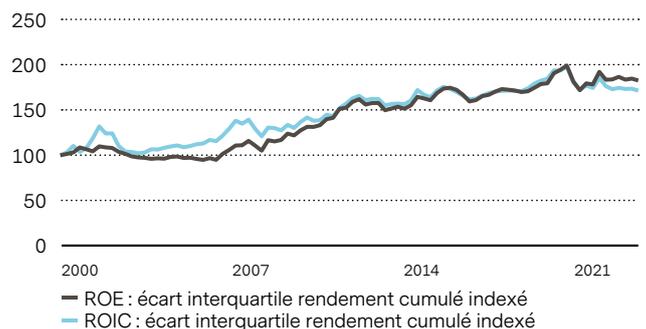
Rendement annualisé, en pourcentage



Source : Bloomberg, MSCI, Vontobel. Données du 1<sup>er</sup> janvier 2001 au 30 juin 2023

**Graph. 2 : Un regard plus attentif sur les rendements cumulés**

Performance cumulée, indexée sur une base 100



Remarque : l'écart interquartile est la différence de performance entre le quartile supérieur (Q1) et le quartile inférieur (Q4). Ces rendements sont ensuite indexés sur une base 100.

Source : Bloomberg, MSCI, Vontobel. Quartile supérieur / quartile inférieur, rééquilibrage trimestriel. Données du 1<sup>er</sup> janvier 2001 au 30 mars 2023

- **Avantage concurrentiel (marges élevées):** les sociétés jouissant d'une forte notoriété de marque, de la propriété intellectuelle ou de modèles d'entreprise uniques possèdent des avantages durables qui leur permettent de conserver ou d'accroître leurs marges bénéficiaires élevées.

### Caractéristiques favorables ...

Les sociétés de qualité sont généralement résilientes en période de ralentissement économique. Leur forte stabilité financière, leurs bénéfices durables et la solidité de leurs flux de trésorerie leur permettent d'affronter des conditions difficiles, et de réduire le risque de pertes pour les investisseurs (graph. 3).

La volatilité de l'investissement de qualité est généralement inférieure à celle d'autres styles d'investissement. Leurs bénéfices étant souvent moins fluctuants, les sociétés de qualité affichent des cours plus réguliers. Cette stabilité peut procurer un sentiment de sécurité, réduire le stress et permettre de mieux résister à la tentation de prendre des décisions impulsives face à la volatilité à court terme des marchés. L'accent mis sur la stabilité des bénéfices et la solidité des fondamentaux peut inspirer la confiance et permet de s'inscrire dans une perspective à long terme.

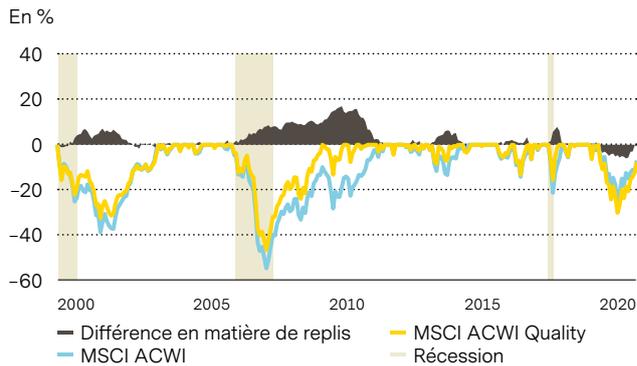
La stabilité et la prévisibilité des flux de trésorerie disponibles générés par les sociétés de qualité peuvent aussi réduire les primes de risque et, par là même, le coût du capital, de sorte que ces sociétés peuvent présenter des valorisations plus élevées.

Leurs avantages concurrentiels et la solidité de leurs flux de trésorerie disponibles favorisent aussi la recherche et le développement, le gain de nouveaux marchés et leurs opportunités de croissance à long terme. S'il arrive que le leadership des sociétés de qualité ne soit pas prononcé à court terme, plus la période est longue, plus elles surperforment.

### ... et le compromis

Il existe des exceptions et aucun style d'investissement ne garantit une surperformance constante au cours de chaque cycle économique. Certaines conditions de marché peuvent ainsi favoriser d'autres styles d'investissement. La tolérance au risque, les objectifs d'investissement et l'horizon temporel sont primordiaux lorsqu'il s'agit de choisir un style ou une stratégie d'investissement.

**Graph. 3 : Les sociétés de qualité ont connu des replis moindres en période de ralentissement**



Source : Bloomberg, MSCI, Vontobel. Données du 1<sup>er</sup> janvier 2001 au 30 juin 2023

Les prévisions de hausse rapide des taux d'intérêt pèsent ainsi davantage sur les sociétés de qualité que sur les autres sociétés. La visibilité sur les bénéfices étant généralement meilleure pour les sociétés de qualité, leur valorisation intègre plus fortement leurs flux de trésorerie futurs. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, le facteur d'actualisation augmente, de sorte que les flux de trésorerie futurs sont actualisés à un taux plus élevé pour déterminer la juste valeur d'une société.

Si l'investissement de qualité peut être fructueux à long terme, tout investissement dans des actions s'accompagne néanmoins d'un risque, car les actions sont particulièrement sensibles aux événements géopolitiques ainsi qu'aux développements économiques et financiers, quelle que soit la philosophie d'investissement sélectionnée.

#### **Performance dans différents régimes de marché**

Dans les marchés haussiers, les sociétés de qualité peuvent s'appuyer sur leur rentabilité supérieure à la moyenne, la constance de leurs perspectives de croissance et leur capacité à générer des bénéfices supérieurs aux attentes pour suivre le rythme du marché.

Dans les marchés baissiers, l'investissement de qualité attire les investisseurs en quête de replis généralement moins importants du fait de la stabilité des bénéfices et de la solidité des bilans des sociétés de qualité. Ces dernières sont également plus susceptibles de se redresser rapidement en cas de rebond du marché, car elles

peuvent tirer parti d'un coût du capital moindre pour gagner des parts de marché et croître plus rapidement que leurs homologues moins bien dotées.

Dans les environnements inflationnistes, les sociétés de qualité peuvent disposer d'un pouvoir de fixation des prix suffisant pour répercuter les augmentations sur les clients et atténuer ainsi l'impact de l'inflation sur leur rentabilité. La solidité de leur position concurrentielle et la fidélité de leurs clients garantissent le maintien de leurs marges et la protection de leurs bénéfices.

Centré sur la sélection de sociétés de haute qualité présentant de solides fondamentaux et des avantages concurrentiels durables, l'investissement de qualité pourrait offrir un potentiel de meilleurs réguliers et ajustés au risque. Il peut être performant en période de ralentissement, apporter de la stabilité en période de hausse et protéger contre l'inflation. Si les fluctuations des valorisations et des taux d'intérêt peuvent impacter les performances à court terme, l'accent mis à long terme sur la stabilité financière et la croissance durable fait de l'investissement de qualité une approche attrayante pour des portefeuilles résistants à long terme.

## Changements marquants



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

**La récente liquidation sur le marché obligataire a été historique. Les rendements des bons du Trésor à 10 ans ont dépassé 5%, un record depuis la crise financière mondiale. La raison à l'origine de ce mouvement est incertaine et fait l'objet de nombreux débats. Les investisseurs ne négligent aucun aspect: perspective de la Fed sur les taux et augmentation de l'offre de bons du Trésor en raison de la hausse du déficit, ou aspects plus vagues (prime de terme).**

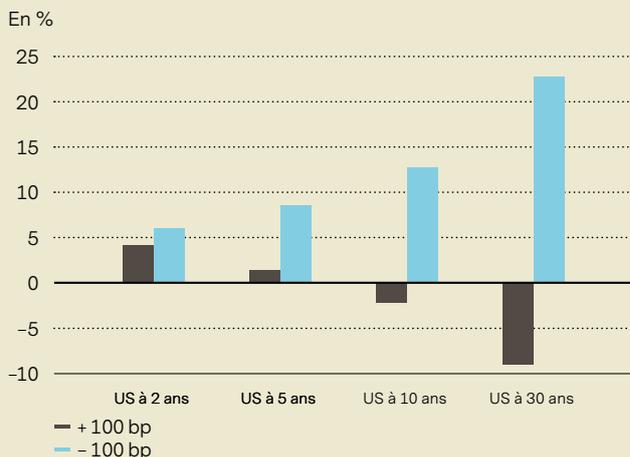
Nous pensons que plusieurs facteurs sont à l'œuvre simultanément. La phase initiale du changement était liée au renforcement de l'économie US et de ses fondamentaux macroéconomiques sous-jacents. Le marché a d'abord anticipé une récession, puis une croissance supérieure à la tendance. En ce qui concerne le déficit et l'offre, aucune information n'a été révélée qui n'était pas déjà disponible il y a quelques mois. La hausse des rendements (graph. 1) a accru les anticipations pour les charges d'intérêt au niveau fédéral, ce qui pourrait contribuer aussi à la pression à la hausse pour les rendements.

Le ton adopté par la Fed a considérablement changé. En octobre, le Federal Open Market Committee adoptait un ton plutôt agressif. Les prévisions révisées de la Fed indiquaient une nouvelle hausse des taux cette année et anticipaient le maintien des taux directeurs à des niveaux élevés sur une période prolongée. Le brusque essor des rendements obligataires et le durcissement général des conditions financières semblent avoir incité la Fed à un changement. Les propos clés de Philip Jefferson, son vice-président, sont les suivants: « Nous assistons au durcissement des conditions financières et à une hausse marquée des rendements réels à long terme, qui font le travail à notre place. Nous avons donc atteint le fameux niveau suffisant de mesures restrictives. » Le président Jerome Powell a déclaré aux journalistes après la réunion de novembre que ralentir donne la possibilité d'évaluer « dans quelle mesure nous devons faire, si nous devons faire plus. ». Ces commentaires pourraient indiquer la fin probable de la phase durcissement (graph. 2).

### Rendement excédentaire prévu médiocre sur fond de faible qualité de crédit

Les obligations d'entreprises haut rendement sont peu attrayantes aux valorisations actuelles, la hausse des coûts du service de la dette érodant la couverture des taux et la qualité du crédit. Le durcissement des normes de prêt entraîne une hausse des défauts. Les investisseurs obligataires devraient tenir compte de la dégradation des fondamentaux de crédit et de la politique monétaire restrictive.

**Graph. 1 : Rendement diverses échéances sur 1 an, avec évolution rendements du Trésor de 1 %\***



\* Sur la base d'une variation parallèle de la courbe

Source : Bloomberg, Vontobel

**Graph. 2 : Les marchés misent sur deux baisses et demie de 25 points de base prochaine**



Source : Bloomberg, Vontobel

# C'est dans l'adversité que l'on sait ce qui est solide



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

**Le mois d'octobre n'a pas été bon pour les marchés actions. L'instabilité géopolitique a exacerbé la volatilité et les rendements ont rebondi. Seuls quelques secteurs, dont les plus grandes mégacapitalisations américaines, peuvent encore défier la gravité (graph. 1). Quel est notre opinion ?**

En octobre, l'humeur des investisseurs s'est encore détériorée et les marchés actions ont poursuivi leur chute. Cela tient notamment à l'inflation américaine qui avait augmenté pour le troisième mois consécutif en septembre. Le mantra « plus haut, plus longtemps », que répète la Fed depuis des mois, s'en est trouvé renforcé, ce qui fait craindre la nécessité de nouvelles hausses dont les marchés semblaient avoir écarté le principe.

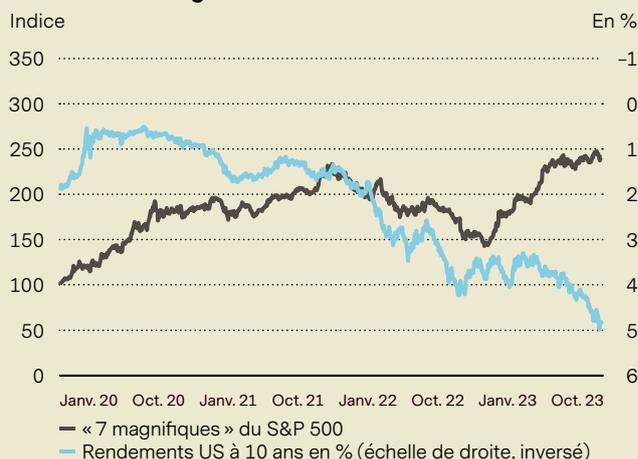
Au vu de l'instabilité géopolitique croissante, les prix du pétrole ont continué de vaciller et d'alimenter les craintes d'une nouvelle vague d'inflation. Les rendements des bons du Trésor US à 10 ans ont grimpé à des niveaux inconnus depuis la crise financière mondiale. La hausse des rendements soutient rarement les marchés des actions, et les niveaux élevés actuels des rendements réduisent les primes de risque pour les actions. Cela

vaut particulièrement pour les États-Unis, où nous sommes proches de zéro en termes nominaux. Les actions paraissent donc moins intéressantes que les bons du Trésor.

La saison des publications constitue un véritable retour à la réalité pour les valorisations des actions. Celles-ci ont augmenté depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2022 et les sociétés doivent maintenant tenir leurs promesses. La question du réalisme des estimations de croissance pour 2024-2025 – qui tablent sur une moyenne de près de 10 % au niveau mondial, malgré une récession imminente – est ici cruciale.

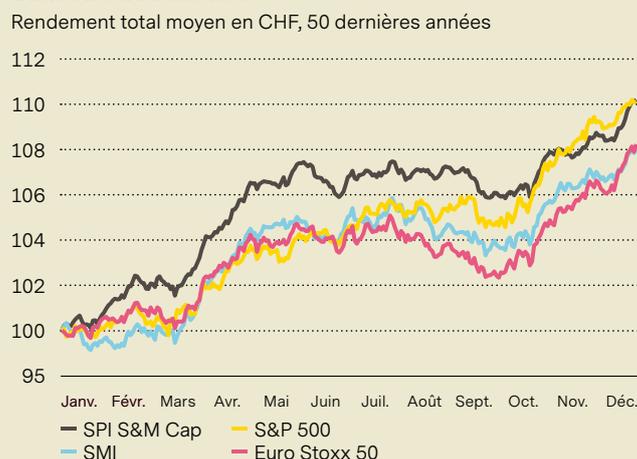
Sur ce front, le tableau semble mitigé en fonction des régions et des secteurs. Les sociétés américaines surperforment largement les autres marchés – notamment le marché européen et ses valeurs cycliques – avec des surprises en matière de bénéfices. Jusqu'à présent, les plus grandes mégacapitalisations technologiques américaines: les « 7 magnifiques » –, auxquelles tient la majorité des performances depuis le début de l'année, ont surpris positivement, tant sur leurs bénéfices que des perspectives. Cela est de bon augure pour 2024, car elles devraient générer la majeure partie de la croissance des bénéfices par action estimée pour 2024 aux États-Unis. Nous maintenons notre position défensive au niveau régional. Notre positionnement neutre sur les actions est soutenu par la saisonnalité traditionnelle forte du dernier trimestre (graph. 2). Plus de détails en page 5.

**Graph. 1 : Les « 7 magnifiques » défient l'envolée des rendements obligataires**



\* « 7 magnifiques » : Microsoft, Apple, Meta, Tesla, Alphabet, Amazon, Nvidia

**Graph. 2 : La saisonnalité a joué en faveur du dernier trimestre de bénéfices**



Source : LSEG, Vontobel

# L'or brille à nouveau



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

**Durant la deuxième quinzaine de septembre, le cours de l'or n'a connu qu'une seule direction: la baisse. Face à la persistance de l'inflation et à une économie américaine toujours robuste, les marchés anticipent désormais la poursuite d'une politique monétaire restrictive dans la plus grande économie du monde. Cela pourrait s'avérer négatif de ne pas détenir un actif comme l'or. Cependant, début octobre, l'or a démontré qu'il méritait une place stratégique au sein d'un portefeuille.**

À la réouverture des marchés après les attaques perpétrées par le Hamas le 7 octobre, l'or a rebondi de manière remarquable. Négociée à environ 1818USD avant les attentats, l'onze d'or a atteint son plus haut niveau en cinq mois, à plus de 1990 USD, à la mi-octobre (graph. 1).

Il est probable que l'or a aussi profité de la morosité du marché obligataire. Dans le passé, en période de crise, les investisseurs appréciaient les emprunts d'État des pays de qualité Investment Grade. Face, toutefois, à la forte baisse du marché obligataire, nombreux sont ceux qui considèrent l'or comme une valeur refuge plus fiable.

En fin de mois, les investisseurs se sont de nouveau intéressés à l'économie américaine et à l'orientation de sa future politique monétaire. Le Bureau of Economic Analysis indique que le produit intérieur brut américain a augmenté de 4,9% au 3<sup>e</sup> trimestre, soit plus que prévu. Les commandes de biens durables ont également dépassé les attentes. Dans le même temps, la mesure de l'inflation sous-jacente, qui est privilégiée par la Fed, a de nouveau progressé.

Tout ceci a provoqué un léger repli du cours de l'or. Dans le contexte actuel, seule une baisse des risques géopolitiques et, par là même, de la demande de valeurs refuges, sont toutefois susceptibles d'entraîner un repli significatif de l'or.

Cette année, pour les investisseurs en euro, l'investissement en or a été encore plus rentable que pour les investisseurs en dollar ou en franc suisse. Au vu des risques de stagflation dans la zone euro et de la baisse des rendements réels (régionaux), cette tendance pourrait se poursuivre.

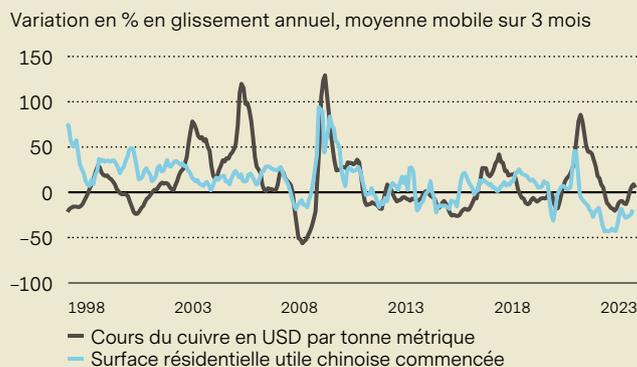
Les métaux industriels ont connu une période beaucoup plus difficile. Utilisé dans un large éventail de secteurs comme la construction, l'automobile ou les énergies renouvelables, le cuivre est souvent considéré comme un indicateur économique avancé. Or, du fait de la faiblesse persistante de l'industrie manufacturière mondiale et de la crise immobilière en Chine, le cours du cuivre est récemment tombé à son plus bas niveau depuis onze mois (graph. 2). La vigueur persistante du dollar américain a, en outre, renchéri le métal rouge dans d'autres monnaies, ce qui a également eu un effet négatif.

**Graph. 1: Quand les choses s'aggravent, même la vigueur du dollar US n'a pas d'importance**



Source : LSEG, Vontobel

**Graph. 2: Le cuivre affecté par l'évolution du secteur immobilier chinois**



Source : LSEG, Vontobel

# Devises: ce que dit la boule de cristal



— Christopher Koslowski  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Le dollar US a défié toutes les prévisions par sa force. Les gros titres faisant la promotion d'un dollar US fort ont dominé l'actualité, à la grande déception des opinions baissières, dont la nôtre.**

L'optimisme entourant la vigueur du dollar US repose sur des données économiques robustes ayant entraîné une révision à la hausse de la croissance américaine avec ces conséquences bellicistes. En dépit de nos perspectives baissières, basées sur le ralentissement attendu de l'économie américaine, le dollar US n'a cessé de défier nos anticipations. Nous restons convaincus qu'une récession surviendra en 2024, qui déclenchera un affaiblissement de cette devise.

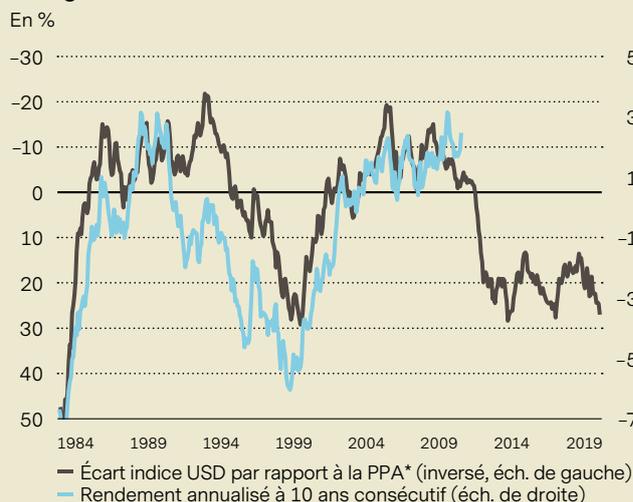
Au-delà, le dollar US demeure structurellement surévalué. Graphique 1 indique que si le dollar US poursuit sa tendance historique et s'aligne sur les devises d'autres marchés développés sur la base de la parité du pouvoir d'achat, son taux de croissance à long terme devrait fléchir.

## L'aura haussière du Franc suisse CHF perd de son éclat: l'avenir est désormais incertain

La perspective de la Banque Nationale Suisse sur le taux de change du CHF a basculé l'année dernière et s'est maintenue. Cet ajustement était logique, les craintes d'une inflation galopante ayant pris le pas sur celles d'une déflation. Pour une petite économie ouverte telle que la Suisse, une devise affaiblie est avantageuse lorsque prédomine la crainte d'une déflation. Toutefois, un franc fort a offert des effets déflationnistes intéressants, accélérant, par rapport à d'autres pays développés, le retour de l'inflation au niveau ciblé.

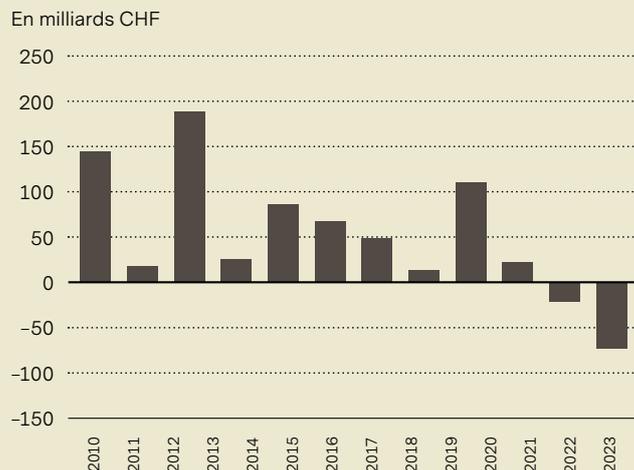
Au terme de dix années d'achat de devises étrangères pour gérer un franc fort, la BNS a changé d'approche en 2022 dans un contexte de flambée inflationniste mondiale (graph. 2). Ce sont en partie ces mesures qui expliquent l'essor que le franc a connu depuis. Alors que les craintes d'inflation s'atténuent et la menace d'une récession se concrétise, les avantages de la vigueur tenace du franc sont remis en question par les autorités monétaires.

**Graph. 1 : Les valorisations indiquent un déclin du dollar à long terme**



\* Parité du pouvoir d'achat  
Source : Bloomberg, Vontobel

**Graph. 2 : Interventions de la BNS**



Source : BNS, Bloomberg, Vontobel

# Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

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

<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	3,3	2,5	2,1
Zone euro	5,3	3,5	0,5	0,5	0,8
États-Unis	5,9	2,1	2,9	2,2	1,0
Japon	2,3	1,1	1,6	1,8	1,0
R.-U.	8,5	4,0	0,6	0,4	0,4
Suisse	4,3	2,0	0,6	0,8	1,1
Australie	5,3	3,6	2,1	1,7	1,5
Chine	8,4	3,0	4,9	5,0	4,5

<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	4,1	5,5	4,6
Zone euro	2,6	8,4	4,3	5,6	2,7
États-Unis	4,7	8,0	3,7	4,2	2,7
Japon	-0,3	2,5	3,0	3,1	1,9
R.-U.	2,6	9,1	6,7	7,4	3,1
Suisse	0,6	2,9	1,7	2,2	1,6
Australie	2,9	6,6	5,4	5,6	3,4
Chine	0,9	2,0	0,0	0,5	1,8

<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	4,00	3,98	3,30
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,30	4,55
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,77	1,47
AUD	0,10	3,10	4,10	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	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	2,85	2,51	2,28
USD	1,5	3,9	4,87	4,3	3,77
JPY	0,1	0,4	0,88	0,79	0,83
GBP	1,0	3,7	4,57	3,96	3,6
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,11	1,02
AUD	1,7	4,1	4,81	4,26	3,88

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
CHF / EUR	1,04	0,99	0,95	0,97	1,00
CHF / USD	0,91	0,94	0,90	0,90	0,89
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,60	0,64	0,67
CHF / GBP	1,23	1,12	1,09	1,12	1,14
USD / EUR	1,14	1,06	1,06	1,08	1,12
JPY / USD	115,00	130,00	150,00	140,00	133,00
USD / AUD	0,73	0,67	0,63	0,66	0,70
GBP / EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,88
CNY / USD	6,37	6,91	7,32	7,20	6,93

<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	90	88	86
Or, USD par once troy	1829	1824	1986	1950	1995
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	7986	8515	9000

<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 27 octobre 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](http://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](http://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](http://vontobel.com/privacy-policy)) et sur notre website de protection des données ([vontobel.com/gdpr](http://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](mailto: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)

