

Rapport trimestriel / 30.9.2024

## Vontobel Fund II – Fixed Maturity Emerging Markets Bond 2026

Document de marketing pour les investisseurs institutionnels en: AT, CH, DE, ES, FR, GB, IT, LI, LU.

### Évolution du marché

Le T3 2024 a été positif dans l'ensemble pour les actifs à risque, notamment pour les obligations des marchés émergents. Les investisseurs avaient surtout en tête la baisse anticipée du taux directeur de la Fed, qui s'est établie à 50 points de base (pb) en septembre, tandis que d'autres baisses devraient intervenir dans les prochains mois. Ce fut la cause de la hausse des marchés obligataires pendant la quasi-totalité du trimestre. Le ralentissement de l'inflation mondiale et un marché de l'emploi plus faible aux USA ont été propices à l'amorce d'un cycle d'assouplissement de la politique monétaire de la Fed. Les rendements des emprunts d'État à 10 ans ont chuté de 4,4 % à 3,8 %, tandis que l'indice du dollar US (DXY) s'est affaibli à 4,8 %.

Début août, un ralentissement plus rapide que prévu des données de l'emploi aux USA et une hausse surprenante et agressive du taux directeur de la Banque du Japon ont provoqué une brève et légère secousse sur les marchés. La hausse du yen japonais a provoqué le dénouement soudain des positions de carry trades financées dans cette devise. Cependant, les marchés ont rapidement absorbé cette information, ignorant toute négativité.

Sur le plan politique, après le remplacement de Joe Biden par Kamala Harris comme candidate à la présidence, les marchés ont fortement inversé le « Trump trade » (avec, notamment, une courbe de rendement plus raide et des actions plus fortes dans certains secteurs tels que l'énergie et les crypto-monnaies). Les chances de Harris ont sauvé la campagne du parti, puis le tableau s'est quelque peu rééquilibré et actuellement les chances de Harris et de Trump semblent quasi égales (50/50), un mois seulement avant l'élection du 5 novembre.

Parallèlement, les premiers signes de faiblesse des économies US et chinoise, associés à la volonté persistante de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et de ses alliés (OPEP+) de remettre quelques barils sur le marché d'ici fin 2024, ont fait baisser les prix du pétrole. Sur le trimestre, le prix du Brent est passé de 83 USD à 72 USD le baril (bbl), soit la plus forte baisse depuis le 3e trimestre 2022. Toutefois, début octobre, l'escalade du conflit entre Israël et le Hezbollah libanais et les représailles de l'Iran contre Israël, les premières depuis des mois, ont provoqué une remontée massive des prix du pétrole brut (jusqu'à 78 USD/baril au moment de notre rédaction).

Sur la majeure partie du trimestre, les fonds obligataires des

marchés émergents ont affiché des sorties de capitaux (-1,2 mia. USD pour ceux libellés en devises fortes et -4 mia. USD pour ceux libellés en devises locales), bien que ces deux dernières semaines (soit depuis la baisse des taux de la Fed) aient été marquées par un revirement positif. Alors que les spreads de rendement des obligations des marchés émergents se sont resserrés, passant de 395 à 360 pb pour les obligations souveraines, selon l'indice EMBI GD, ils sont restés pratiquement inchangés à 265 pb pour les obligations d'entreprises, selon l'indice CEMBI BD. Le resserrement des spreads des obligations souveraines est dû, dans une certaine mesure, à l'inclusion des obligations ukrainiennes dans les indices après leur restructuration.

Le conflit précité entre Israël, l'Iran et le Hezbollah fait la une des journaux depuis des mois, en particulier à la veille de l'anniversaire de l'attaque du Hamas contre Israël le 7 octobre de l'année dernière. Dans l'autre conflit en cours entre la Russie et l'Ukraine, l'incursion surprise de l'Ukraine dans la région de Koursk, en Russie, a constitué un événement assurément exceptionnel. Si elle a fait la une des journaux et peut être pertinente pour les futurs pourparlers de paix, cette action n'a pas évolué vers quelque chose de plus important dans le contexte général de la guerre. Autre évolution pertinente, la Russie a modifié sa doctrine nucléaire en réaction au soutien étendu des États-Unis et du Royaume-Uni aux attaques de missiles à longue portée menées par l'Ukraine sur le territoire russe, qui a été formellement évoqué (mais n'a pas encore été confirmé). Cependant, dans l'ensemble, ce dernier conflit persiste dans l'attente du résultat des élections américaines.

Parmi les événements les plus notables survenus dans un seul pays sur les marchés émergents, citons les élections vénézuéliennes de juillet (que Maduro a gagné, ignorant toute contestation du résultat, comme les États-Unis qui ont ignoré toute manigance et continué à octroyer des licences pétrolières au Venezuela, se contentant de quelques déclarations politiques symboliques) ; la finalisation par l'Ukraine de la restructuration de ses obligations après l'expiration du moratoire de deux ans sur les paiements de la précédente restructuration ; le Mexique qui a précipité une révision judiciaire défavorable au marché au cours du dernier mois du président sortant AMLO (son successeur, Claudia Sheinbaum, a pris ses fonctions le 1er octobre) et le Brésil qui a remplacé le gouverneur de sa banque centrale et ses obligations ont été relevées à Ba1 par Moody's fin septembre. En fait, le dernier trimestre a été vu une forte vague de relèvements de notes

souveraines (et, par conséquent, de notes d'entreprises) : Oman ayant obtenu sa première note de qualité (dernière dégradation en 2019), la Turquie revenant dans la catégorie BB (BB– selon Fitch), la Croatie obtenant sa première note de niveau A (A– selon S&P et Fitch), et le Costa Rica ayant obtenu sa troisième note de niveau BB/BB–, pour n'en citer que quelques-uns.

### Revue du portefeuille

Fin septembre, le fonds s'élevait à 507 mio. USD, son niveau le plus élevé depuis plus d'un an, même après une distribution de dividendes de 15 mio. USD fin juillet. Soutenus par une performance positive et des mouvements favorables des taux de change USD/EUR et USD/CHF, les actifs sous gestion n'ont été que légèrement affectés par les sorties de capitaux, qui se sont élevées à 4,2 mio. USD au T3, le chiffre trimestriel le plus bas depuis que le fonds existe. Un ralentissement notable des flux s'est produit alors que le fonds approchait la valeur nominale de 100 pour la première fois depuis sa création en novembre 2021. Nous estimons qu'il s'agit d'un rebond remarquable comparé au niveau inférieur à 80 atteint de fin 2022. Avec un rendement à l'échéance (YTM) de 6,5 % en USD après couverture et plus de deux ans avant l'échéance, nous sommes optimistes quant à la poursuite de la hausse de la valeur nette d'inventaire (VNI). Compte tenu des coûts de couverture actuels en CHF et en EUR, les perspectives semblent aussi positives pour les investisseurs dans ces devises.

Nous avons continué à ajuster légèrement le portefeuille au cours du trimestre. Sans apporter de modifications significatives, nous recherchons toujours les opportunités les plus appropriées dans l'ensemble du spectre du crédit (à l'exception des investissements dont la notation est inférieure à B). Une tendance notable de ce dernier trimestre a été la réduction délibérée et marquée de la Chine dans le portefeuille (de 9,9 % à moins de 8,0 % de l'actif sous gestion). Nous avons vendu des noms Investment Grade qui s'étaient resserrés à des niveaux déraisonnablement bas dans le contexte global du portefeuille, tout en conservant les noms immobiliers encore détenus. Le fonds a ainsi bénéficié de l'annonce récente de mesures de relance économique par le gouvernement chinois. Nous avons aussi réduit la pondération du Chili de 3,6 points de pourcentage, à 5,0 %, non pas tant en raison des inquiétudes suscitées par le pays que pour des raisons de valorisation. Nous avons aussi vendu le reste de notre petite exposition à Israël. À la place, nous nous sommes diversifiés en Corée, en Inde et dans d'autres pays dont la valeur nous paraissait appropriée. De ce fait, ce qui a changé le plus radicalement au cours des dix-huit derniers mois, c'est la pondération de notre principal pays. Le classement actuel est le suivant : Mexique (9,1 %), Chine (8,0 %), Colombie (7,9 %), obligations supranationales (6,1 %). Fin juin, il s'affichait comme suit : Chine (9,9 %), Mexique (9,1 %), Chili (8,6 %) et Colombie (7,8 %). Étant proche de la fin de la vie du fonds, nous nous efforçons de plus en plus de réduire le risque, quel qu'il soit.

Cela dit, nous avons transféré une partie des positions BB, CCC et BBB vers des titres notés B, car de nombreux titres ont réduit leur risque en 2024, avec des marchés primaires beaucoup plus abordables et des révisions à la hausse qui prévalent sur les révisions à la baisse.

Nous continuons à surveiller de près nos positions historiques. Seulement 0,7 % des actifs sous gestion sont des obligations qui se négocient en dessous de 65 cents pour un dollar (contre 1,4 % il y a 3 mois et 2,0 % il y a 6 mois). En outre, 1 % des actifs sous gestion sont des obligations qui se négocient entre 69 et 82 cents pour un dollar (trois lignes comprenant les deux noms immobiliers chinois Vanke et Longfor, que nous avons conservés ou ajoutés ces deux dernières années). Fondamentalement, la plupart de ces noms ont connu une évolution positive, ce qui justifie notre action. Actuellement, nous n'avons pas prévu de sortir de l'un d'entre eux dans l'immédiat. Nous prévoyons plutôt de les vendre progressivement et de manière contrôlée.

### Analyse de la performance

Le fonds a dégagé un rendement de 3,6 % au troisième trimestre. La VNI de la classe d'actions I en USD a rebondi, passant de 96,4 à 99,9. Malgré l'absence d'indice de référence, nous sommes d'avis qu'il est important de considérer la performance dans le contexte dans lequel elle intervient : le CEMBI BD, qui est l'indice de référence pour les obligations d'entreprises des marchés émergents à durée courte, a gagné 4,4 % au cours du dernier trimestre, tandis que la plupart des fonds axés sur les obligations d'entreprises des marchés émergents ont, en termes absolus, affiché des rendements compris entre 4,0 % et 5,0 %.

Si la plupart des pays ont contribué à la performance, un seul nom (Credivalores de Colombie) a visiblement perdu du terrain (-15 pb). Par pays, les plus grands contributeurs ont été le Mexique (46 pb), les émetteurs supranationaux (30 pb) et la Chine (29 pb). Du côté des émetteurs, les plus gros contributeurs ont été Pemex (29 pb), Trans Oil (17 pb) et VEON (16 pb). Ce trimestre encore, certains émetteurs ont fait des offres d'achat intéressantes, nous permettant ainsi d'accélérer les rendements escomptés de nos positions respectives et de passer aux prochaines idées attrayantes. C'est le cas de CPI Property, un promoteur de la République tchèque, dont la note avait été précédemment revue à la baisse à BB+, mais qui a néanmoins réussi à vendre des actifs sur le marché actuel et a eu la possibilité de refinancer une partie de sa dette. Depuis le début de l'année, le fonds a gagné 8,9 % (CEMBI 8,6 %), la Chine et le Mexique ayant contribué à hauteur de 75 pb chacun, tandis que les autres pays ont apporté une contribution positive, à quelques exceptions près.

### Perspectives

Nous restons optimistes quant aux perspectives des émetteurs d'obligations des marchés émergents pour les six à douze prochains mois. Selon nous, l'escalade du conflit au Moyen-Orient et les élections US sont deux facteurs de risque majeurs qui influenceront les marchés dans les semaines à venir. Nous ne croyons pas toutefois que ces risques auront un impact majeur sur le fonds.

Premièrement, car la majorité des obligations de notre portefeuille arrivent à échéance dans les deux ans et demi à venir et, comme la plupart d'entre elles sont de qualité Investment Grade, il ne reste pas assez de temps pour que quelque chose aille de travers et que la qualité de crédit à court terme de ces émetteurs soit affectée.

Deuxièmement, la Fed américaine assouplit sa politique monétaire nettement plus rapidement que prévu. Cela se traduit par une baisse directe des taux à court terme, ce qui

est positif pour les obligations à duration courte des marchés émergents.

Troisièmement, le vaste programme de relance annoncé par la Chine sur les marchés financiers et dans les secteurs bancaire et immobilier, même différent du style « bazooka » de 2008, reste assez important selon nous pour étayer les prévisions macroéconomiques à court et à moyen terme. Les émetteurs en portefeuille, tant en Chine que dans les marchés émergents exportateurs de matières premières, devraient en bénéficier.

Enfin, les incertitudes liées aux élections devraient avoir disparu d'ici la fin du prochain trimestre (pour être prudent) et les rendements robustes des obligations des marchés émergents, d'une manière générale, devraient permettre le retour espéré depuis longtemps des flux vers cette classe d'actifs. Nous surveillerons attentivement le conflit au Moyen-Orient

mentionné ci-dessus et ses risques potentiels, tels qu'un choc important sur les marchés pétroliers ou d'autres ruptures géopolitiques. Nous ne prévoyons ni l'un ni l'autre dans les prochains mois. Le marché du pétrole est géré assez fermement par l'OPEP+ et, dans une bien moindre mesure, par les USA. Une fourchette de 60-80 USD/bbl constitue un équilibre confortable pour les producteurs et les consommateurs, et les deux parties sont conscientes des perturbations que pourrait entraîner le fait de s'écarter de cette fourchette. Les confrontations militaires au Moyen-Orient et en Europe de l'Est sont par nature beaucoup moins prévisibles et dépendront fortement de l'équilibre des pouvoirs à la Maison Blanche et au Capitole en janvier 2025. Mais pour l'instant, ces deux points chauds semblent évoluer à l'intérieur des frontières régionales et sont plutôt isolés des marchés financiers.

**Caractéristiques du fonds**

<b>Nom du fonds</b>	Vontobel Fund II – Fixed Maturity Emerging Markets Bond 2026
<b>ISIN</b>	LU2365110571
<b>Catégorie de parts</b>	I USD
<b>Indice de référence</b>	–
<b>Date de lancement</b>	9.11.2021

**Performance historique (rendements nets, en %)**

Période	Fonds	Indice de réf.	Période	Fonds	Indice de réf.
MTD	1.2%	–	2023	7.9%	–
YTD	8.9%	–	2022	-14.1%	–
1 an	13.6%	–	2021	–	–
3 ans p.a.	–	–	2020	–	–
5 ans p.a.	–	–	2019	–	–
10 ans p.a.	–	–	2018	–	–
ITD p.a.	0.0%	–	2017	–	–
			2016	–	–
			2015	–	–
			2014	–	–

**La performance passée n'est pas un indicateur fiable de la performance actuelle ou future. Les données sur le rendement ne tiennent pas compte des commissions et des coûts imputés lorsque des actions du fonds sont émises et rachetées, le cas échéant. Le rendement du fonds peut baisser ou augmenter en raison des variations des taux de change entre les devises.**

**Risques d'investissement**

- Les placements sur les marchés émergents encourent des risques de liquidité et opérationnels accrus, ces marchés étant souvent sous-développés et plus exposés aux risques politiques, juridiques, fiscaux et de contrôle des changes.
- Les titres adossés à des actifs ou des créances hypothécaires (ABS/MBS) ainsi que leurs créances sous-jacentes sont souvent opaques. Le compartiment peut en outre être exposé à un risque de crédit et/ou de remboursement anticipé accru.
- Les qualités de crédit faibles comportent un risque plus élevé que l'émetteur n'honore pas ses obligations. La valeur du placement peut baisser si la note de crédit de l'émetteur se dégrade.
- L'utilisation d'instruments dérivés entraîne généralement un effet de levier. Il en résulte en outre des risques d'évaluation et des risques opérationnels correspondants.
- Les obligations CoCo comportent des risques significatifs, notamment le risque d'annulation des versements de coupons, d'inversion de la structure du capital et de prolongation de leur échéance.
- Les titres en difficulté (distressed) comportent un risque de crédit et de liquidité importants ainsi qu'un risque juridique. Dans le pire des cas, ils peuvent entraîner la perte totale du capital investi.
- Les investissements du Compartiment peuvent être soumis à des Risques de durabilité. Des informations sur la manière dont les risques de durabilité sont gérés au sein de ce Compartiment sont disponibles sur le site [vontobel.com/sfdr](http://vontobel.com/sfdr).

**Remarques juridiques importantes**

Ce document commercial a été produit par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (collectivement «Vontobel») pour des clients institutionnels dans le(s) pay(s) suivant(s): AT, CH, DE, ES, FR, GB, IT, LI, LU.

Le présent document ne constitue pas une offre, une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente de parts du fonds Vontobel/des actions du fonds ou de tout autre instrument d'investissement en vue d'effectuer toute transaction ou de conclure tout acte juridique de quelque nature que ce soit, mais sert uniquement à des fins d'information. Les souscriptions aux parts de ce fonds de placement ne devraient être effectuées que sur la base

du prospectus de vente («prospectus de vente»), des documents d'informations clés (DIC), de ses statuts corporatifs et du dernier rapport annuel et semestriel du fonds, ainsi que sur l'avis d'un spécialiste indépendant en finances, droit, comptabilité et impôts. Ce document s'adresse uniquement à des «contreparties éligibles» ou à des «clients professionnels» tels que définis dans la directive 2014/65/CE (Directive concernant les marchés d'instruments financiers, «MiFID») ou par des réglementations similaires dans d'autres juridictions, ou à des clients professionnels tels que définis dans la loi fédérale suisse sur les placements collectifs de capitaux («LPCC»).

Pour les produits relevant de l'Article 6 SFDR, les investissements sous-jacents à ce produit financier ne prennent pas en compte les critères de l'UE en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental.

**La performance historique ne saurait préjuger des résultats actuels ou futurs.**

Les performances ne prennent pas en compte les commissions et les frais prélevés lors de l'émission ou du rachat des parts. Le rendement du fonds peut augmenter ou diminuer, par exemple en fonction des fluctuations monétaires. La valeur des devises d'investissement peut augmenter ou diminuer et il n'y a aucune garantie de remboursement de l'intégralité ou d'une partie du capital investi.

Ces documents peuvent être obtenus gratuitement du représentant en **Suisse**: Vontobel Fonds Services AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zurich, en tant qu'agent payeur: Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zurich, auprès de Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Vienne, en tant qu'agent de service en **Autriche**, auprès des points de vente agréés, au siège du fonds, 11-13 Boulevard de la Foire, L-1528 **Luxembourg**, auprès de PwC Société coopérative - GFD, 2, rue Gerhard Mercator B.P. 1443, L-1014 Luxembourg, Email : [lu\\_pwc.gfd.facsvs@pwc.com](mailto:lu_pwc.gfd.facsvs@pwc.com), [gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/](http://gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/) en tant qu'agent européen de services et facilités en **Allemagne**, auprès de PwC Société coopérative - GFD, 2, rue Gerhard Mercator B.P. 1443, L-1014 Luxembourg, Email : [lu\\_pwc.gfd.facsvs@pwc.com](mailto:lu_pwc.gfd.facsvs@pwc.com), [gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/](http://gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/) en tant qu'agent européen de services et facilités en **France**. Vous trouverez de plus amples informations sur le fonds dans les derniers prospectus, les rapports annuels et semestriels ainsi que les Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICl). Vous pouvez aussi télécharger ces documents sur notre site Internet à l'adresse [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). Un résumé des droits des investisseurs est disponible en anglais via le lien suivant: [vontobel.com/vamsa-investor-information](http://vontobel.com/vamsa-investor-information). En **Espagne**, les fonds autorisés à la distribution publique sont enregistrés auprès de la CNMV espagnole sous le numéro 280 dans le Registre des sociétés d'investissement collectif étrangères. Vous pouvez obtenir la version espagnole des DIC auprès de Vontobel Asset Management S.A., Sucursal en España, Paseo de la Castellana, 91, Planta 5, 28046 Madrid. The KID is available in French. The fund is authorized to the commercialization in **France**. Refer for more information on the funds to the KID. Les fonds autorisés à la distribution publique au **Royaume-Uni** et inscrits dans le régime "Temporary Marketing Permissions Regime" (TMPR) britannique sont enregistrés auprès de la FCA sous le numéro de référence 466625. Le fonds est autorisé en tant qu'OPCVM (ou est un sous-fonds d'un OPCVM) dans un pays de l'Espace économique européen (EEE), et le fonds devrait rester autorisé en tant qu'OPCVM tant qu'il est sous le TMPR. Cette information a été approuvée par Vontobel Asset Management S.A., succursale de Londres, dont le siège social est 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF et est autorisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumis à la réglementation limitée de la Financial Conduct Authority (FCA). Des détails sur l'étendue de la réglementation de la FCA sont disponibles, sur demande, auprès de Vontobel Asset Management S.A., succursale de Londres. Vous pouvez obtenir la version anglaise des KIID auprès de Vontobel Asset Management S.A., London Branch, 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF ou la télécharger sur notre site Internet [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). **Italie**:

Pour de plus amples informations en Italie consultez le Modulo di Sottoscrizione: Vontobel Asset Management S.A., Milan Branch, Piazza degli Affari, 2, 20123 Milano, téléphone: 02 6367 3444, e-mail: [clientrelation.it@vontobel.com](mailto:clientrelation.it@vontobel.com).

Ce document n'est pas le résultat d'une analyse financière. Il n'est donc pas soumis aux «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers. Il est possible que Vontobel et/ou son conseil d'administration, ses cadres et ses collaborateurs détiennent ou aient détenu des intérêts ou des positions dans les titres mentionnés, ou aient négocié ou agi en qualité de courtiers pour ces titres. En outre, ces entités ou personnes ont pu réaliser des transactions pour des clients dans ces instruments ou fournir ou avoir fourni des services financiers d'entreprise ou autres services aux sociétés concernées.

Les données MSCI sont destinées à un usage interne uniquement et ne peuvent être redistribuées ou utilisées dans le cadre de la création ou de l'offre de titres, produits financiers ou indices. Ni MSCI ni aucune autre tierce partie impliquée dans ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI (les «parties MSCI») ne donne aucune garantie ou représentation expresse ou implicite concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et les parties MSCI déclinent expressément toute garantie quant à leur originalité, exactitude, intégralité, qualité marchande ou aptitude pour un usage particulier concernant de telles données. Sans limiter la portée de ce qui précède, aucune des parties MSCI ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou autre (y compris le manque à gagner), même si elle a été avisée de la possibilité de tels dommages.

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contravention à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à la retransmission des présentes informations en intégralité ou en partie ou au paiement pour assurer cette retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Aucun exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans toute juridiction où sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux Etats-Unis. Toutes les entreprises décrites dans ce document peuvent, mais ne doivent pas, faire l'objet d'une position dans nos portefeuilles. Tous les pronostics, toutes les prévisions, estimations et autres hypothèses de ce document se

basent sur une série d'estimations et d'hypothèses. Aucune garantie ne saurait être donnée quant au fait que ces estimations et

hypothèses s'avèrent exactes si bien que les résultats effectifs peuvent fortement différer de ceux pronostiqués.

Vontobel Asset Management AG  
Gothardstrasse 43, 8022 Zürich  
Switzerland  
T +41 58 283 71 11, [info@vontobel.com](mailto:info@vontobel.com)  
[vontobel.com/am](http://vontobel.com/am)