

Vontobel

# Investors' Outlook

Un coup de pouce pour l'économie

Décembre / janvier 2020



## 2 Table des matières



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Hausse des actions européennes sur fond d'optimisme vaccinal

### 6 Macro highlights

Outlook 2021:  
« Chers passagers, prenez place en classe économique »

### 10 Gros plan sur l'investissement

Obligations d'entreprise moldaves ?  
Sortir des sentiers battus

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

### 16 Prévisions

## Mentions légales

### Édition

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

Martin Gelnar

### Auteurs\*

#### Reto Cueni, PhD

Chief Economist,  
Vontobel

#### Stefan Eppenberger

Equity & Commodity Strategist,  
Vontobel

#### Sergey Goncharov

Portfolio Manager,  
Vontobel

#### Frank Häusler

Chief Investment Strategist,  
Vontobel

#### Mario Montagnani

Senior Investment Strategist,  
Vontobel

#### Sandrine Perret

Senior Economist and  
Fixed Income Strategist,  
Vontobel

#### Sven Schubert, PhD

Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

#### Dan Scott

Chief Investment Officer  
Head of Impact & Thematics,  
Vontobel

#### Wouter Van Overfelt, PhD

Head of Emerging Market Corporates,  
Senior Portfolio Manager,  
Vontobel

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochain édition février 2021)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

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

2 décembre 2020

### Remarques

\* voir page 17 « Remarques juridiques » :  
Attestation des analystes

# Un coup de pouce pour l'économie

Chers lecteurs,

Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni, Russie, Chine, Inde, Japon, Kazakhstan – le nombre de pays impliqués dans le développement d'un vaccin anti-Covid-19 ne cesse, jour après jour, d'augmenter. Un signal fort, alors que le multilatéralisme semble en crise, de coopération à l'échelle mondiale dans la poursuite d'un objectif commun.

## Les risques atténués gonflent les voiles des marchés financiers ...

Avec la clôture des élections américaines, sans incident majeur, un risque qui planait sur les marchés financiers s'est dissipé. Le Président élu Joe Biden a réitéré son soutien au second plan de relance de 2.2 billions de dollars et annoncé un plan de relance supplémentaire de 7 billions, une bonne nouvelle pour les marchés. Seul bémol : les investisseurs devront probablement attendre l'année prochaine pour la mise en œuvre de ces mesures de relance. Et le risque de Covid-19 reste omniprésent et le nombre de cas s'envole. À l'annonce de l'arrivée imminente de vaccins prometteurs et très efficaces, les marchés balayaient toutefois les craintes d'un confinement plus strict à court terme. Leur distribution pourrait débuter avant la fin de l'année, sous réserve de leur homologation définitive. Les dommages économiques causés par les confinements en cours sont donc considérés comme temporaires.

## ... tout comme l'apaisement des tensions géopolitiques et le soutien des banques centrales

Les négociations commerciales seront probablement plus sereines sous l'administration Biden. La Chine, pour sa part, a conclu un accord multilatéral de libre-échange d'ampleur avec 14 pays de la région Asie-Pacifique. Le partenariat régional économique global constitue le plus grand bloc commercial du monde, couvrant près d'un tiers de la population mondiale. Alors que partout, les guerres continuent de faire rage, celle qui grondait aux portes de l'Europe a été désamorcée grâce à un cessez-le-feu négocié par la Turquie et la Russie entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan. Des évolutions, associées au soutien par les banques centrales, de nature à consolider une stimulation des marchés. Le mois dernier, la Banque d'Angleterre a surpris en lançant un nouveau plan de relance économique de 150 milliards de livres (170 milliards d'euros). La Banque centrale européenne lui a rapidement emboîté le pas, suggérant qu'une aide supplémentaire viendrait avant Noël.



— **Dan Scott**

Chief Investment Officer,  
Head of Impact & Thematics,  
Vontobel

Tout ceci nous amène à réitérer notre préférence pour les actions, en particulier celles des marchés émergents, étant donné la meilleure gestion, par ces régions, de la pandémie de Covid-19. Ceci vaut en particulier pour l'Asie, représentant les deux tiers des indices des marchés émergents. Nous maintenons notre recommandation de sous-pondération des obligations, à une exception : la dette des marchés émergents. Nous avons passé ce sous-segment en surpondération, étant donné les rendements relativement attrayants et les avantages de diversification de ces obligations. Quant à l'or, la hausse limitée de son prix nous a incités à réduire notre position surpondérée. Nous continuons toutefois à chérir sa qualité d'amortisseur en cas d'événements imprévus et de dévaluations monétaires.

J'espère que vous apprécierez le dernier Investors' Outlook de cette année, avec ses synthèses détaillées de nos scénarios macroéconomiques pour 2021, où nous devrions voguer sur des eaux plus calmes.

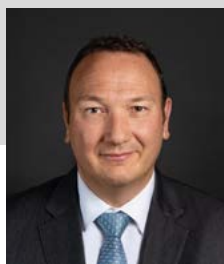
.....  
→ **Webcast**

Pour visionner le webcast de Dan Scott sur les récents développements du marché, cliquez ici :

**[vonto.be/macro-en-dec20](https://vonto.be/macro-en-dec20)**  
.....



**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel



**Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

# Hausse des actions européennes sur fond d'optimisme vaccinal

La vilaine boule couronnée semble bien partie pour nous gâcher Thanksgiving, Noël et le Nouvel An. Mais la Covid-19 pourrait-elle bientôt n'être plus qu'un vague souvenir ? Soudain, on ne parle plus que de vaccins prometteurs, faisant naître l'espoir d'une immunité collective et de lendemains qui chantent pour l'économie. À en juger par l'envolée des marchés financiers, le moral regagne le monde.

Aux États-Unis, le problème de la pandémie est encore amplifié par les dissensions politiques croissantes entre la droite et la gauche. Joe Biden réussira-t-il à gagner les cœurs et les esprits des intransigeants partisans de Trump ? En attendant, les acteurs du marché semblent se réjouir des résultats du scrutin du 3 novembre, se félicitant de la perspective d'un président démocrate quoique tenu pour l'heure en échec par un Congrès bipartisan. Alors que la victoire semble acquise pour Biden, un second tour dans l'État de Géorgie pourrait encore, théoriquement, faire basculer le Sénat dans le camp démocrate. Nous devons attendre début janvier pour connaître les résultats.

### Titres cycliques européens sous observation

Les actions demeurent globalement attrayantes. En matière de préférence régionale, nous avons récemment adopté un point de vue plus positif sur l'Europe, la rendant neutre. Optimisme quant à un vaccin et demande à

la hausse de titres cycliques y contribuent. Après tout, l'Europe abrite de nombreuses entreprises cycliques, dont les activités reflètent les ralentissements et reprises économiques. Étant donné l'embellie, les investisseurs réticents sur les titres européens pourraient rater à court ou moyen terme des bénéfiques. En matière d'actions, nous continuons d'apprécier les marchés émergents. Les économies asiatiques ont bien réussi à endiguer la pandémie. Les indices des marchés émergents ont d'autres atouts et de meilleures valorisations par rapport aux marchés développés.

### Focus sur la dette des marchés émergents

Nous maintenons notre point de vue négatif sur les obligations. Même si les taux directeurs des banques centrales demeureront bas pour soutenir la croissance, les taux du marché devraient, quoique lentement et progressivement, augmenter au cours des prochains mois. Ceci devrait être le cas en 2021, au rendez-vous de la reprise économique mondiale espérée. Nous avons donc déclassé les obligations d'État de neutre à négatif, tout en revalorisant la dette des marchés émergents. La lente augmentation attendue des taux du marché nous a également incités à réduire notre forte surpondération en or. Découvrez le détail de notre allocation dans le tableau en p. 5, et nos vues approfondies sur les classes d'actifs en p. 12 à 15.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>		→				Nous maintenons notre sous-pondération. Il est peu judicieux de détenir des liquidités lorsque les taux d'intérêt avoisinent zéro, avec des perspectives de relèvement des taux constamment repoussées.
<b>2</b> <b>Obligations</b>		→				Les taux d'intérêt gelés sous zéro sur de nombreux marchés repartiront néanmoins à la hausse à mesure que l'économie se rétablira de la Covid-19. Un mouvement toutefois lent et progressif – nous escomptons un taux de 1.2% pour les obligations d'État américaines à dix ans dans les 12 mois. Nous maintenons notre opinion négative sur les titres à revenu fixe tout en réduisant les obligations d'État de neutres à négatives. Dans le même temps, nous surclassons la dette des marchés émergents à positif. Ainsi, nous aspirons à des rendements plus attrayants sans risques supplémentaires.
<b>3</b> <b>Actions</b>				→		Nous réitérons notre surpondération des actions grâce aux espoirs de vaccins et à l'embellie économique. La classe d'actifs conserve son avantage grâce notamment à ses rendements excédentaires attrayants. Côté actions, l'Europe passe de sous-pondérée à neutre. La région compte une forte proportion d'entreprises cycliques, segment ayant récemment attisé les convoitises des investisseurs. Notre préférence pour les marchés émergents demeure. Les titres de ces entreprises devraient notamment bénéficier de la position de Joe Biden supposée favorable au commerce. Nous restons positifs pour É.-U., Japon, Suisse : valorisation, tendances techniques, dynamique bénéficiaire, qualité.
<b>4</b> <b>Or</b>				↘		L'or reste cher à notre cœur mais sans surpondération excessive. Son attrait comme valeur refuge a faibli dans l'attente de la passation de pouvoir à Washington et d'une diminution des risques géopolitiques. L'optimisme lié aux vaccins devrait réduire la tentation des investisseurs de conserver l'or comme rempart contre des risques imprévus. Dans le même temps, les rendements réels ne devraient pas davantage diminuer. Nous ne voyons donc que peu de soutien au prix de l'or à court ou moyen terme.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Les matières premières ont enregistré de belles performances depuis la fin du printemps et ont bénéficié de la reprise économique mondiale. Il serait néanmoins prématuré de surpondérer l'allocation dans cette classe d'actifs. Nous maintenons notre notation à neutre.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>		→				Nous restons neutres à l'égard des investissements alternatifs, tels que les titres assurantiels (ILS), et maintenons la sous-pondération des hedge funds, Ils servaient de matelas en période de forte volatilité. Les banques centrales ayant réussi à calmer les marchés financiers, la nécessité d'un tel filet de sécurité a diminué, ce qui nous amène à une position globalement neutre sur les investissements alternatifs (auparavant positive).

# Outlook 2021: « Chers passagers, prenez place en classe économique »

**Les aéroports sont devenus une zone interdite pendant la pandémie. Mais le transport aérien pourrait bien prendre son envol à l'arrivée des vaccins, à l'instar de l'économie mondiale en 2021 après la tempête de la Covid-19. Alors, « Prenez place en classe économique »**



—  
**Reto Cueni, PhD**  
Chief Economist,  
Vontobel



—  
**Sandrine Perret**  
Senior Economist and  
Fixed Income Strategist,  
Vontobel



—  
**Sven Schubert, PhD**  
Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

Les malheurs économiques du vieux continent trouvent un écho dans l'inquiétant silence des aéroports européens. Mais contrairement à la situation au printemps, les récentes mesures pour endiguer la pandémie laissent à l'économie une marge de manœuvre pour résister. Certains signaux d'espoir, chiffres économiques demeurant positifs aux États-Unis et en Chine, combinés à une reprise continue des exportations mondiales au troisième trimestre, corroborent ce scénario relativement optimiste. Alors que la pandémie fait rage en particulier aux États-Unis, le virus semble maîtrisé en Chine et dans la plupart des pays asiatiques. Des économies motrices de la croissance mondiale actuelle. Pourtant, un double creux plane sur la zone euro en fin d'année et une faible croissance sur les États-Unis. Notre principal scénario pour l'an prochain semble toutefois positif.

### **Scénario de base : BOARDING (60% de probabilité)**

Dans notre scénario de base pour 2021, les passagers pourront, après une longue attente, prendre place en classe économique. La croissance du premier trimestre sera faible, avec l'Asie comme moteur mondial mais une Europe et des États-Unis à la traîne du fait des mesures de confinement. Une reprise significative est attendue aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres, la chaleur jugulant à nouveau la

pandémie et permettant aux gouvernements de lever les restrictions. Un lancement réussi de la vaccination de masse vient encore embellir le tableau.

Les gouvernements de la zone euro et américain continueront à soutenir leurs économies par des mesures de relance budgétaire. Ainsi, les effets de choc telles que faillites, insolvabilités ou licenciements demeureront gérables. Les banques centrales mettront en œuvre leurs mesures ultra-expansionnistes : haut degré de liquidité, maintien des rendements à faible niveau malgré le fardeau croissant de la dette et une croissance plus forte. Cette tendance persistera malgré une augmentation des prix à la consommation – ils devraient se remettre des creux de la première vague – ce qui ramènera l'inflation aux niveaux « normaux » de 2019. Enfin, la présidence de Joe Biden devrait avoir un impact modérément positif sur le commerce mondial. Si les États-Unis et leurs alliés traditionnels reprendront leur habituelle coopération, les rivalités sino-américaines, elles, persisteront.

### **Zone euro, Suisse, RU : démarrage atone mais happy end**

Le scénario de base n'envisage pas, pour la zone euro, des niveaux d'avant crise, même pas à la fin de 2021 et malgré un taux de croissance annuel prévu de 5.1%. La fin des restrictions dues au confinement et les chaudes températures estivales, diminuant le risque de contracter le virus, amélioreront le moral des consommateurs et des



entreprises. Il en résultera un fort rebond économique au cours des second et troisième trimestres. Les campagnes de vaccination réussies viendront soutenir cette tendance pendant les saisons plus fraîches fin 2021. L'Europe est apte à concilier les points de vue sur les plans de relance.

Les inquiétudes sur les effets collatéraux de la pandémie (faillites d'entreprise, chômage) diminuent avec l'afflux des fonds de soutien. De plus, un accord préliminaire post-Brexit et de meilleures relations commerciales avec les États-Unis calment les eaux agitées. En cours d'année, l'inflation reprendra pour atteindre son niveau « normal » d'environ 1.5% observé avant la pandémie. La Banque centrale européenne (BCE) se contentera d'adopter une rhétorique accommodante et de mettre en œuvre les mesures annoncées (une augmentation des achats d'actifs est attendue dès décembre 2020). L'amélioration de la situation en Europe et dans le monde entier se répercute sur la Suisse et le Royaume-Uni.

La Banque d'Angleterre maintient sa politique ultra-expansionniste et la Banque nationale suisse continue d'intervenir sur les marchés des changes pour contrer la pression à la hausse sur le franc suisse.

#### **États-Unis : reprise après le T1, inflation plus basse que prévue**

L'économie américaine continuera à se remettre du choc de la Covid-19 et affichera un taux de croissance de 3.9% en 2021. Comme en Europe, une accélération progressive interviendra vers l'été. L'administration démocrate de Joe Biden s'efforcera d'instaurer de nouvelles mesures d'allègement budgétaire, les opportunités demeurant toutefois

incertaines dans le contexte d'un congrès divisé. La composition finale du Sénat demeure suspendue aux résultats du second tour des élections dans l'État de Géorgie, le 5 janvier. Pour l'heure, il semble que Congrès demeurera divisé, excluant toute réforme fiscale ou stimulation budgétaire de grande ampleur sous la présidence Biden. Dans le même temps, Jerome Powell, président de la Fed, continue sur la voie d'un assouplissement quantitatif, garantissant des rendements obligataires faibles et des conditions financières favorables. Nous nous attendons en 2021 à une inflation globale annuelle de 1.9%, un taux inférieur au nouveau cadre d'inflation moyenne de la Fed. Compte tenu de l'absorption graduelle des chômeurs par le marché du travail, nous nous attendons à des taux directeurs très bas l'année prochaine et probablement jusqu'en 2024.

#### **Marchés émergents : rebond des économies**

Politiques monétaires propices, risque moindre de détérioration des relations commerciales avec les États-Unis et accord de libre-échange de grande envergure entre 15 nations asiatiques – ce ne sont là que trois facteurs qui améliorent les perspectives de croissance pour l'Asie et les marchés émergents (ME) en général. Nous prévoyons un retour de la croissance du PIB réel à 6.5% dans les marchés émergents et à 8.4% en Chine. Le secteur bancaire des ME devrait être bien préparé à l'augmentation probable de prêts non performants. Nous estimons que le risque de défaillance de dettes souveraines est modéré dans la plupart des pays. Malgré les injections massives de liquidités, une augmentation de l'inflation en 2021 est peu probable. Les prix des matières premières demeurent inférieurs à ceux de 2019 et le secteur des services, tourisme inclus, est perfectible.

# 8 Macro highlights

## Nos scénarios économiques pour 2021

**Boarding**  
60 %

- **Monde** : confinement assoupli au T1, forte reprise au T2 ralentie au S2, vaccination et soutien budgétaire efficaces
- **USA** : croissance faible au T1, amélioration au T2 et au S2 2021, restrictions circonscrites localement
- **Eurozone** : reprise après T1 faible, plan de relance UE lancé, transition Brexit douce
- **Chine** : reprise maintenue malgré T1 faible en Europe/USA, mesures de relance ramenées à la normale
- **Action des BC** : instauration des mesures annoncées, communication de soutien maintenu jusqu'au T4

**Grounded**  
20 %

### Se produira en présence de l'une des évolutions suivantes :

- **Monde** : nouveaux confinements « mondiaux », également en Asie, manque de soutien budgétaire, onde de choc forte
- **USA** : les confinements stricts au T1 et l'onde de choc aux effets substantiellement négatifs entravent la reprise durant tout 2021
- **Eurozone** : choc des confinements, échec du lancement du plan de relance, Brexit désastreux
- **Chine** : tensions par ex. à la frontière indienne, augmentation des défauts à la dette intérieure
- **Action des BC** : rétablissement du mode « quoiqu'il en coûte », gonflement des bilans (comme en 2020)

**Take-off**  
20 %

### Se produira en présence de l'une des évolutions suivantes :

- **Monde** : l'assouplissement rapide des restrictions, le soutien budgétaire et la vaccination stimulent la vitalité au T2
- **USA** : confinements négligeables, augmentation des dépenses budgétaires, confiance des entreprises en hausse grâce au vaccin
- **Eurozone** : plan de relance, confinement assoupli, amélioration des relations commerciales UE-USA/RU
- **Chine** : désescalade avec les USA et les voisins, quasi aucun défaut, flambée de l'exportation
- **Action des BC** : mesures maintenues, rhétorique de « soutien total » à l'automne 2021 abandonnée

Source : Datastream, Vontobel (les pourcentages expriment les taux de probabilité)

## Scénario pessimiste : GROUNDED (20% de probabilité)

Ce scénario prévoit une combinaison de risques délétères pour l'économie. Confinements plus sévères, échec des campagnes de vaccination, enlisement des débats sur la relance budgétaire vidant les mesures de toute substance, provoquant une seconde onde de choc. Tout soutien supplémentaire des banques centrales est neutralisé par la frilosité des consommateurs et entreprises. Ce scénario fait apparaître un nouveau ralentissement avec des niveaux de performance économique mondiale nettement inférieurs, fin 2021, à ceux de l'avant Covid-19.

### Zone euro, Suisse, RU : atonité du début à la fin

La décroissance mondiale aurait un impact délétère sur les exportations de la zone euro. La pérennisation des restrictions se répercuterait par une demande domestique à la baisse. En outre, des dissensions européennes s'exacerbent et ramènent la croissance annuelle à 2%. Un chiffre de prime abord solide, mais terni à la lueur du taux ultra-faible de 2020. Les luttes intestines font dérailler le plan de relance de l'UE déjà approuvé, avec des ondes de choc dans les pays périphériques plus faibles, faisant craindre un éclatement de la zone euro. L'incapacité de Bruxelles et de Londres à s'accorder sur les termes commerciaux les plus fondamentaux de l'après-Brexit détériore les perspectives économiques de tout le continent, et l'inflation reste à des niveaux très bas. La BCE lance de nouvelles mesures de soutien

inaptes à déclencher une reprise économique significative compte tenu de la frilosité – légitime – des ménages et entreprises.

### USA : croissance et inflation faibles, soutien accru de la Fed

Une propagation incontrôlable de la pandémie et des campagnes de vaccination retardées ou infructueuses entraînent une récession à double creux aux États-Unis, suivie d'une lente reprise.

Une onde de choc défavorable et certaines faillites d'entreprises entraînent une pression tarifaire à la baisse, avec 1.5% de croissance annuelle seulement. Une transition chaotique de l'administration Trump à celle de Biden pourrait retarder des décisions importantes. Les incertitudes économiques et politiques mondiales entraînent le dollar à jouer son rôle de valeur refuge, incitant notamment la Fed à abaisser son taux directeur en dessous de zéro. Les consommateurs, défaits, deviennent frileux.

### Marchés émergents : risques pandémiques et géopolitiques

Une nouvelle vague pandémique en Asie et l'escalade des conflits géopolitiques font chuter le taux de croissance à 3.5% dans les ME et à 5% en Chine – pas davantage car 2020 était déjà faible. Les espoirs d'amélioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine ne se concrétisent pas. Le traitement réservé par la Chine à sa minorité ouïgoure ou à Hong Kong demeure, au même titre que son attitude belligérante envers cer-



tains de ses voisins, source d'inquiétude. L'augmentation des défaillances d'entreprises ou d'États est réelle, quoique les risques soient estimés modérés en 2021.

## Scénario optimiste : TAKE-OFF (20% de probabilité)

Ce scénario prévoit une chute drastique des nouveaux cas de Covid-19 grâce à l'efficacité du confinement et des vaccins. L'euphorie ainsi suscitée revigore consommateurs et entreprises et entraîne un fort rebond dès le premier trimestre. Les importantes mesures de relance budgétaire viennent compenser la crise économique causée par la pandémie et ses ondes de choc. Même si l'inflation se rapproche des objectifs, voire les dépasse, les banques centrales, plutôt que de « normaliser » leurs politiques (scénario « boarding »), maintiennent leurs programmes de soutien en ne les relâchant que vers la fin 2021.

### Zone euro, Suisse, RU : un bon départ déclenche l'esprit animal

La croissance de la zone euro rebondit fortement dès le premier trimestre de l'année pour atteindre un niveau du PIB de 6.8% vers la fin de l'année – légèrement au-dessus du niveau pré-pandémie. Un scénario rendu possible par le succès du confinement et de la vaccination, permettant aux gouvernements d'assouplir les restrictions dans toute l'Europe. L'actionnement rapide du plan de relance européen et l'optimisme limitent les ondes de choc. L'Europe, le Royaume-Uni et les États-Unis recommencent à coopérer dans le domaine du commerce et au-delà, déclenchant une forte reprise des taux de croissance suisse et britannique. La BCE met en œuvre les mesures annoncées tout au long de l'année tout en adoptant une rhétorique plus prudente au troisième trimestre, avec une politique monétaire moins expansionniste.

### États-Unis : rebond de l'économie et recul de la pandémie

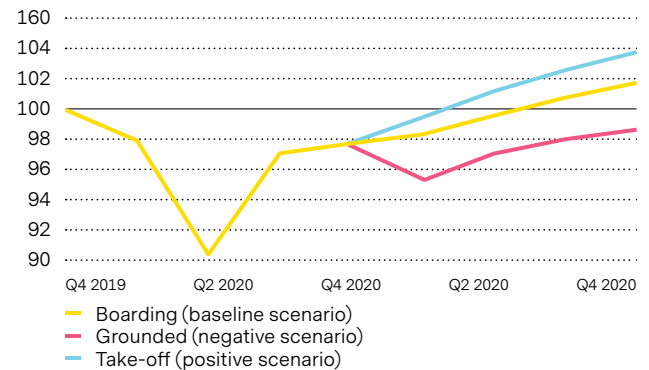
Une seconde vague de Covid-19 moins virulente et des règles de distanciation sociale assouplies permettent à l'économie de renouer rapidement avec la croissance dès le premier trimestre. La confiance restaurée des entreprises dynamise les investissements et stimule l'emploi. Une reprise dans les services stimule la croissance au premier semestre, se traduisant par une augmentation annuelle du PIB de 5.7%. La rapide embellie sur le marché du travail et la réouverture des secteurs économiques clés profite aux consommateurs.

### Marchés émergents : surprise positive dans les services

Nouvelles favorables pour les économies émergentes et les marchés financiers. Les règles de distanciation sociale demeurent contraignantes dans les services, pour des capacités de production proches des niveaux de 2020. Vaccins efficaces et hausse du moral des consommateurs – bénéfiques notamment pour le tourisme – donnent espoir. Ce scénario prévoit une croissance de 7.5% dans les marchés émergents et de 9.0% en Chine.

## Graphique 1 : PIB mondial dépassant les niveaux pré-pandémiques au S2 2021

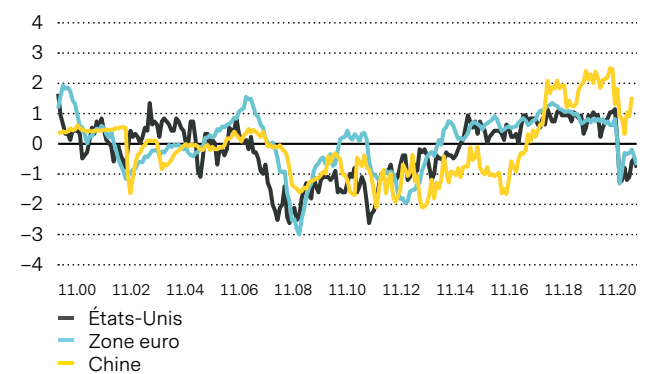
Index (T4 2019 = 100)



Source : Vontobel, prévisions basées sur nos scénarios présumés

## Graphique 2 : Moral des consommateurs chinois en hausse, en baisse en Europe et aux États-Unis

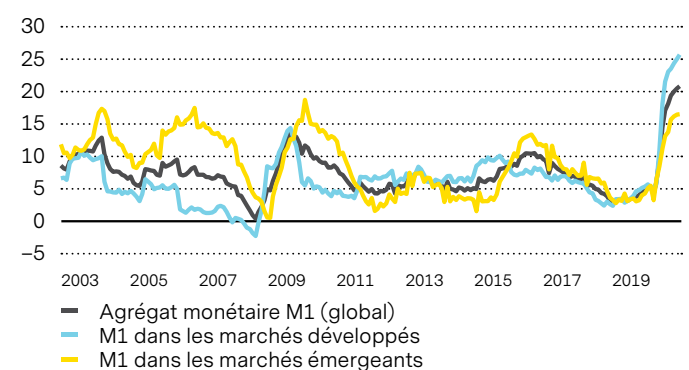
Indice (écart standardisé par rapport à la moyenne à long terme)



Source : BLS, Eurostat, Office statistique chinois, Refinitiv Datastream, Vontobel

## Graphique 3 : Les banques centrales accroissent fortement les liquidités

En % (variation annuelle)





—  
**Wouter van Overfelt**  
Head of Emerging Market  
Corporates,  
Senior Portfolio Manager,  
Vontobel



—  
**Sergei Goncharov**  
Portfolio Manager,  
Vontobel

## Obligations d'entreprise moldaves ? Sortir des sentiers battus

La Moldavie n'est pas sur la carte du voyageur lambda. Ni dans le radar de l'investisseur obligataire traditionnel. Cependant, c'est l'une des régions où nous, gestionnaires actifs de biens, avons déniché de trouvailles obligataires, progressivement, au fil des découvertes du pays et ses coutumes. Les obligations de Trans Oil, une entreprise agricole, avec leur rendement de 10%.

Investisseurs actifs en obligations, nous partons parfois pour des voyages fascinants aux quatre coins du monde – ou en Europe. Au cours de nos voyages virtuels, nous avons découvert un émetteur que beaucoup d'investisseurs pourraient négliger, mais qui, d'après notre analyse, offre un solide investissement : Trans Oil. La société est basée en Moldavie, une nation de 3.5 millions d'habitants, nichée entre la Roumanie et l'Ukraine. Le nom de Trans Oil pourrait évoquer une entreprise pétrolière. Toutefois, la société n'opère pas dans le secteur du pétrole brut. Il s'agit plutôt d'huiles agricoles et de céréales. Une entreprise adaptée pour la Moldavie où la terre noire a donné naissance à une riche agriculture et des siècles de viticulture. Par exemple, le prix typique des vainqueurs de Trânta, sport national de lutte, est une miche de pain (et, sans doute, quelques gorgées de Château Purcari).

### Terrain de chasse fertile

Ancienne République soviétique, la Moldavie est un petit pays émergent typique, avec quelques séquelles de l'histoire, mais une économie à croissance rapide et une gouvernance tendant vers une direction pro-européenne (dernièrement, le candidat pro-européen a reçu 35% des voix contre 32% pour le candidat pro-russe). Ce type d'environnement constitue un terrain de chasse fertile pour les investisseurs en obligations, pouvant s'aventurer sur les marchés frontaliers.

Trans Oil pratique notamment la culture de graines de tournesol, de maïs et de blé ou les achète à des fournisseurs tiers, les transforme, les met en bouteille (huile de tournesol) puis le exporte via ses propres terminaux portuaires, dont le seul terminal maritime du pays. Avec ses 1 770 employés, c'est le plus grand employeur du pays. La moitié des revenus de Trans Oil provient de l'UE, avec laquelle la Moldavie est liée depuis 2014 par un accord de libre-échange, le reste est exporté vers la région de la mer Noire, la Turquie (réexportation vers les États-Unis), au Moyen-Orient et en Afrique. Tous ses revenus sont en dollars, pour environ 70% de coûts en monnaie locale, le leu. La société bénéficie donc de la force du dollar.

Fondée dans les années 90, elle a été achetée par l'actuel propriétaire majoritaire, Vazha Jhashi, au milieu des années 2000. Récemment, le géant américain du capital-investissement OakTree s'est joint comme partenaire stratégique. L'entreprise continue sa croissance organique et le développement de ses actifs. Plus récemment, en 2019, elle a acquis une usine de broyage en Roumanie, une acquisition selon nous judicieuse.

Les graines de tournesol représentent environ 40% de ses revenus, le blé 20% et le maïs 20%. Les dix clients majeurs représentent environ 70% de son CA, ce qui en fait une clientèle bien diversifiée. La plupart des clients de Trans Oil sont des importateurs directs et non les quatre géants du négoce, dénommés ABCD (dont Bunge ou Cargill).

La société enregistre un CA de 800 millions de dollars, soit près de 100 millions de bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA). Le levier net est de 1.9 contre 4.8 x en 2016. Il est important de noter que le levier net comprend 75% de son stock facilement commercialisable, conformément à la méthodologie des agences de notation, alors que de facto 95% de son RMI est en réalité pré-vendu. La société ne verse pas et n'est pas censée verser de dividendes. Toutefois, après avoir atteint 100 millions d'EBITDA, son objectif est de s'introduire en bourse, avec sans doute une politique de dividendes.

En tant qu'acteur majeur dans le pays, l'entreprise améliore ses marges par l'octroi à ses fournisseurs de lignes de crédit de fonds de roulement, une fonction sociale positive à nos yeux. Le plus proche concurrent de Trans Oil est Ukraine's Kernel (noté B/B+), dont le rendement obligataire de janvier 2027 se négocie à 6.7%. Avec un rendement d'environ 10%, la prime de Trans Oil est très correcte, principalement parce que le nom, le pays, ou les deux, sont assez exotiques pour de nombreux grands investisseurs.

### Bonne valeur pour certaines obligations de marchés émergents

Grâce à une ampleur de plus de 2 000 billions de dollars, l'univers des obligations d'entreprises dans les pays émergents est riche en potentialités. La principale raison d'investir dans ce segment à revenu fixe sont les imperfections du marché, dues à la surréaction des investisseurs ou à leur trop grande confiance dans les indices de référence insuffisamment nuancés.

En général, les investisseurs connaissent les sociétés des marchés émergents par les actions. Toutefois, nous pensons que les obligations d'entreprises des marchés émergents offrent davantage d'opportunités. Les obligataires étant payés avant les actionnaires, le risque associé aux obligations détenues dans de telles sociétés est moindre. En outre, les obligations rapportent un coupon, les actions ne générant pas toujours un dividende. Par conséquent, les obligations d'entreprises des marchés émergents sont sources de revenus réguliers – au rendement souvent supérieur à celui de leurs homologues des marchés développés. Les gestionnaires actifs s'investissent pour identifier les « bonnes » obligations pour un portefeuille concentré.

## Légère augmentation des taux d'intérêt gelés en 2021



—  
**Sandrine Perret**  
 Senior Economist,  
 Fixed Income Strategist,  
 Vontobel

**Les rendements des obligations ont traversé des montagnes russes le mois dernier. Les espoirs déçus d'un nouveau soutien budgétaire en Amérique et l'aggravation de la pandémie ont accru la demande d'obligations US. Cependant, l'annonce d'un vaccin efficace a fait rechuter les prix des bons du Trésor. En dépit des vents contraires de nature à plafonner les rendements à court terme, les taux d'intérêt devraient progressivement augmenter l'année prochaine parallèlement à la reprise.**

La « vague bleue » démocrate déferlant sur les deux chambres du Congrès ne s'est pas concrétisée, minant les espoirs de grandes mesures de soutien à l'économie et entraînant une baisse des rendements du Trésor américain. Cependant, les rendements mondiaux sont repartis à la hausse suite aux annonces de vaccins. Et ensuite ?

Étant donné le risque de nouveaux confinements aux États-Unis, nous attendons un plafonnement, à court terme, des rendements obligataires à leur niveau actuel. Le Congrès américain, qui restera probablement divisé, aura du mal à adopter un programme de soutien à l'économie. Peut-être que la passation de relais du 20 janvier ouvrira la voie à de nouvelles négociations. En Europe, le plan de relance pour l'Europe bute également sur des obstacles politiques, faisant peser la relance sur la BCE.

Un environnement propice à une tendance latérale des rendements obligataires à court terme.

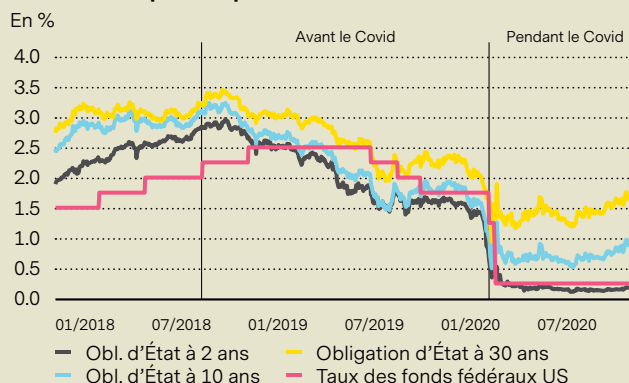
Les cartes vont probablement être rebattues à l'issue du premier trimestre 2021, à la reprise attendue de la croissance. Au cours du second semestre, nous constatons une hausse lente et progressive des rendements de la plupart des marchés développés, par exemple à 1.20% pour les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans. Un niveau encore bien inférieur au niveau pré-Covid (voir graphique 1).

Les grandes banques centrales du monde surveilleront de près les évolutions. Elles veilleront à contenir toute hausse excessivement rapide et soudaine des rendements qui compromettrait la reprise économique. De même, du fait du faible risque d'inflation en 2021 et d'un marché du travail atone, il est peu probable que les banques centrales réduisent leur relance de manière préventive, p. ex. en réduisant l'assouplissement quantitatif ou en augmentant les taux directeurs. Par ailleurs, rappelons que la désinflation et la faible croissance des économies développées étaient à l'origine de rendements faibles bien avant la pandémie.

### La recherche se concentre sur la dette de l'UE

Reprise cyclique et environnement à faible rendement dans la plupart des économies développées sont des facteurs favorables à la dette des marchés émergents (EM) dans le monde de l'après-Covid. L'indice JPMorgan EM hard-currency debt index EMBI offre actuellement une prime de rendement d'environ 4% par rapport aux bons du Trésor américain (voir graphique 2). Un marché qui demeure attrayant malgré un écart qui devrait se resserrer. Nous avons revalorisé le sous-segment de la dette des marchés émergents de neutre à positif.

**Graphique 1 : Hausse modeste des obligations d'État américaines prévue pour 2021**



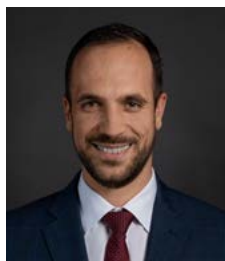
Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graphique 2 : Attrait des écarts de la dette des marchés émergents dans un environnement à faible rendement**



Source: Refinitiv Datastream, JPMorgan, Vontobel

# Ajout d'actions cycliques au portefeuille



—  
**Stefan Eppenberger**  
 Equity & Commodity Strategist,  
 Vontobel

**La perspective d'un vaccin a dynamisé les marchés boursiers, le rallye s'étendant aux retardataires de cette année. Des évolutions qui nous incitent à augmenter notre exposition cyclique au sein des actions.**

Nous venons de traverser des semaines mouvementées pour les investisseurs en capital. Après un premier recalibrage dû aux nouveaux confinements, un vent d'espoir a accompagné les résultats des élections américaines, suivi d'un feu d'artifice à l'annonce des vaccins de Pfizer et de Moderna. Les indices mondiaux sont maintenant en eaux sûres malgré un ralentissement économique historique. La surpondération récente des actions s'explique par leur attrait relatif par rapport aux obligations, la stimulation monétaire record et l'amélioration des prévisions de bénéfices. Les derniers développements en matière de vaccins nous confortent.

### Prise de bénéfices dans les nouveaux gagnants

Les annonces positives de vaccins ont redonné du souffle aux secteurs meurtris par la crise de la Covid-19. Les actions des secteurs du transport aérien, de l'hôtellerie, des loisirs se sont envolées en quelques heures. Dans le même temps, les anciens gagnants de la Covid-19 ont vu des prises de bénéfices dans les domaines de

l'e-commerce notamment. Une fluctuation suivant le cours du flux d'informations.

Les gagnants actuels escomptent une hausse à long terme du marché boursier. La plupart d'entre eux ont convaincu les investisseurs par une forte hausse des bénéfices bien avant la crise. Néanmoins, les choses finiront par rentrer dans l'ordre grâce aux vaccins. À ce stade, il est conseillé de se concentrer sur les opportunités parmi les retardataires de la Covid-19.

À notre avis, les secteurs cycliques devraient surtout en bénéficier. Si l'économie mondiale évolue positivement, comme dans deux de nos trois scénarios (« boarding » et « take-off »), les secteurs de la consommation industrielle et cyclique seront des investissements intéressants. Les sociétés financières et énergétiques devraient également bénéficier des espoirs de vaccins, malgré leurs défis structurels (faibles rendements et prix du pétrole bas).

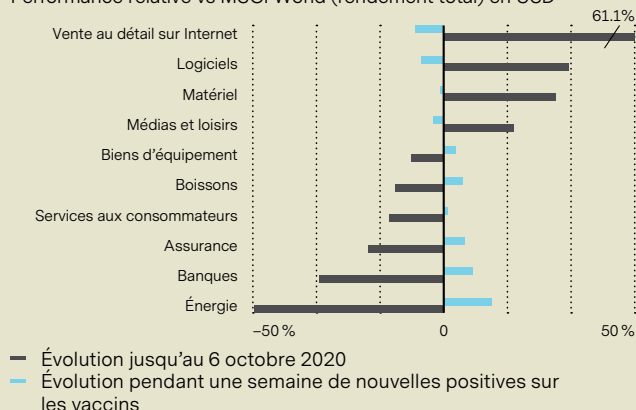
Cette rotation a également un impact sur nos appréciations régionales, reflétant principalement leur exposition sectorielle inhérente. Nous pensons que les marchés émergents sont actuellement attractifs pour les investisseurs (voir notre édition de novembre 2020). En outre, nous avons modéré ce mois-ci notre sous-pondération en actions européennes à l'exposition cyclique particulièrement élevée.

### Ne pas négliger les favoris habituels

Une rotation sectorielle ne bouleversera pas tout, et les entreprises ayant de fortes perspectives de croissance structurelle resteront convoitées. Les entreprises technologiques, par exemple, demeureront une composante importante.

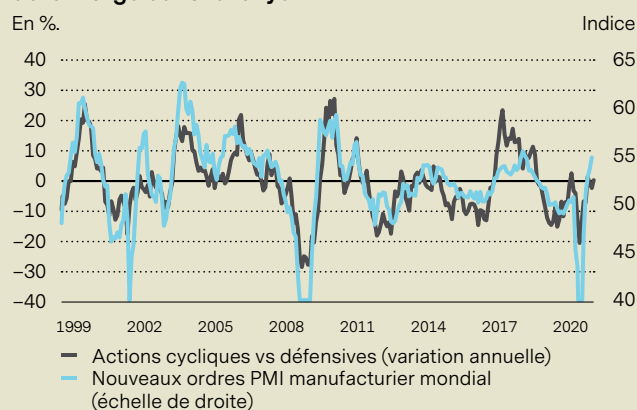
**Graphique 1 : Importante rotation du secteur suite aux annonces de vaccin de Pfizer**

Performance relative vs MSCI World (rendement total) en USD



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graphique 2 : Les actions cycliques ont encore de la marge dans le rallye**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Recul de l'or, mais un rappel n'est pas exclu



—  
Stefan Eppenberger  
Equity & Commodity Strategist,  
Vontobel

**L'or est en passe de céder la vedette aux actions, portées par l'actualité des vaccins et des perspectives économiques plus prévisibles. Le métal précieux peut attendre son heure, patiemment. Pour l'heure, nous réduisons notre surcharge pondérale en or.**

Récemment encore, le marché était en ébullition et l'on s'attendait à ce que l'or atteigne 3'000 dollars. Clap de fin. La légère hausse des taux d'intérêt réels et donc l'augmentation des coûts d'opportunité de détention a provoqué une stabilisation des prix à un niveau élevé depuis août (voir graphique 1).

## Les risques ont diminué

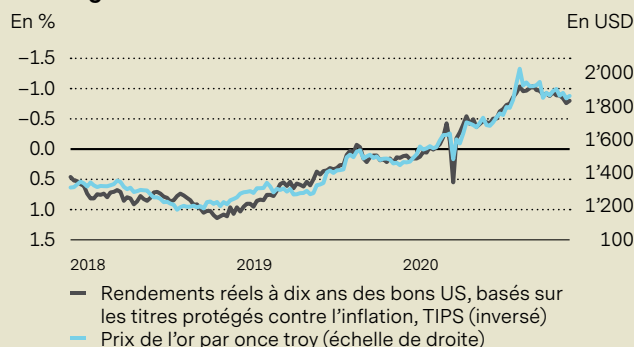
Nous avons toujours douté du récit du « rallye de l'or », mais avons maintenu une surpondération de ce métal précieux comme couverture contre un certain nombre de risques. Des risques toutefois en recul. Les élections présidentielles et sénatoriales américaines sont clôturées et les marchés financiers s'en réjouissent. L'administration Biden s'écartera manifestement de la position isolationniste de Donald Trump, ce qui devrait soutenir l'économie mondiale. À l'instar du vaccin, une fois disponible. Nous avons donc légèrement réduit notre surpondération en or.

En analysant les quatre dernières années, on est tenté de voir dans les métaux précieux le reflet de l'évolution de la politique américaine. En effet, Donald Trump a eu un impact significatif sur le marché. Les réductions d'impôts de l'administration Trump ont provoqué une hausse des taux d'intérêt réels, l'or, dès lors, stagnait jusqu'à la fin de 2018. Dans le même temps, les deux premières années du mandat Trump ont coïncidé avec un cycle de hausse tarifaire aux États-Unis. Plus tard, la Fed a changé de cap lorsque l'économie a commencé à s'essouffler. L'or a alors connu un rebond immédiat (voir graphique 2), à plus de 2'000 dollars par once troy.

## La Fed détient la clé du marché de l'or

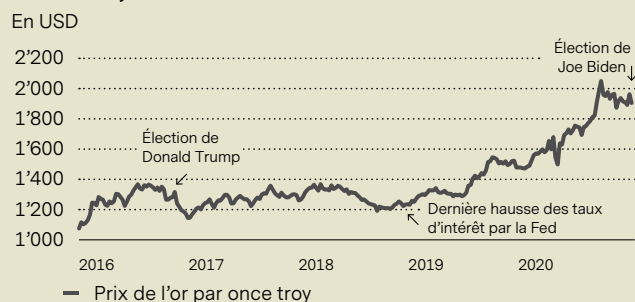
Ainsi, on peut affirmer que Jerome Powell, président de la Fed, a plus d'influence sur les métaux précieux qu'un président américain, qu'il s'agisse de Donald Trump ou de Joe Biden. La récente révision de la politique monétaire américaine a augmenté la marge de la Fed en cas de dépassement de l'inflation, présage d'une longue période de taux directeurs bas. Un scénario fondamentalement favorable à l'or. Rien n'exclut donc un regain d'intérêt pour l'or, toujours présent dans les portefeuilles.

**Graphique 1 : Quand les taux d'intérêt baissent, l'or évolue généralement à la hausse**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graphique 2 : Observer la Fed, et non le président américain, donne des indices sur le marché de l'or**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Nouvelle année forte pour l'euro ?



—  
**Sven Schubert, PhD**  
Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

**Les récentes évolutions positives – l'espoir d'un vaccin, accalmie de la guerre commerciale avec l'élection Joe Biden – ont donné un coup de fouet aux monnaies cycliques. Sans la menace de nouveaux confinements en Europe, l'euro devrait gagner du terrain l'année prochaine.**

Il y a un an, l'euro et le franc suisse étaient nos favoris, et la hausse des monnaies européenne et suisse a confirmé nos prévisions. L'euro pourrait maintenir ses bonnes performances l'an prochain grâce à une croissance du commerce après une décennie de démondialisation. Le cours euro-dollar s'inscrit dans ce récit. Les devises ne s'échangent généralement pas en dessous de leur juste valeur dans les phases d'expansion commerciale. L'écart devrait donc être comblé et ramené à sa juste valeur de 1.28 actuellement au cours des prochaines années. À court terme, toutefois, les confinements partiels en Europe sont susceptibles d'engendrer des vents contraires pour les cours (voir graphique 1).

### Diminution de l'afflux de capitaux vers le franc suisse

Les perspectives pour le franc suisse sont plus délicates. Alors que tout renforcement de l'euro par rapport au dollar lui sont bénéfiques, le franc pourrait se voir temporairement abandonner comme valeur refuge à mesure de la

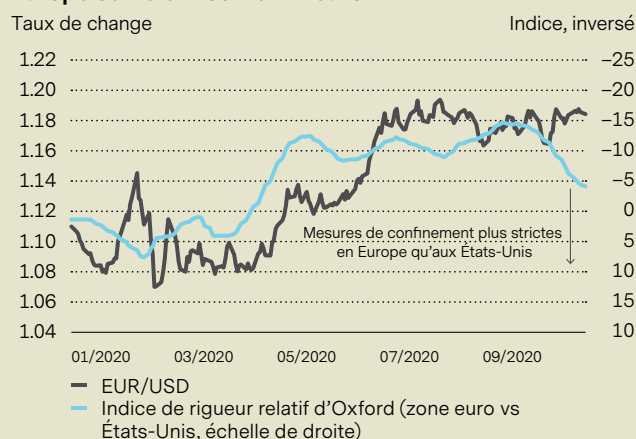
reprise économique mondiale. Par conséquent, le franc pourrait s'affirmer l'an prochain face au billet vert, mais rien n'est moins sûr face à l'euro. Un tel scénario est conforme à la récente diminution des interventions de la Banque nationale suisse pour affaiblir le franc (voir graphique 2). Nous prévoyons un cours de change EUR/CHF de 1.10 environ en 2021.

Nous restons convaincus que Londres et Bruxelles parviendront à un accord sur le Brexit. Une hausse de 4% de la livre par rapport à l'euro pourrait s'en suivre, rapprochant l'EUR/GBP de notre estimation de la juste valeur de 0.82. Pour le yen, qui, comme le dollar, n'est pas une monnaie cyclique, nous prévoyons une hausse modérée par rapport au dollar et un certain potentiel de baisse par rapport à la plupart des monnaies importantes en 2021.

Les couronnes suédoise et norvégienne, les dollars australiens et néo-zélandais semblent vouloir gagner du terrain. Leur point commun ? Tous sont la devise d'un pays exportateur ou d'un pays tributaire d'un produit de base. En outre, l'Australie et la Nouvelle-Zélande devraient bénéficier de la participation au partenariat régional économique global (RCEP). Ce vaste pacte commercial récemment signé entre plus d'une douzaine de pays prévoit une diminution des droits de douane sur les biens.

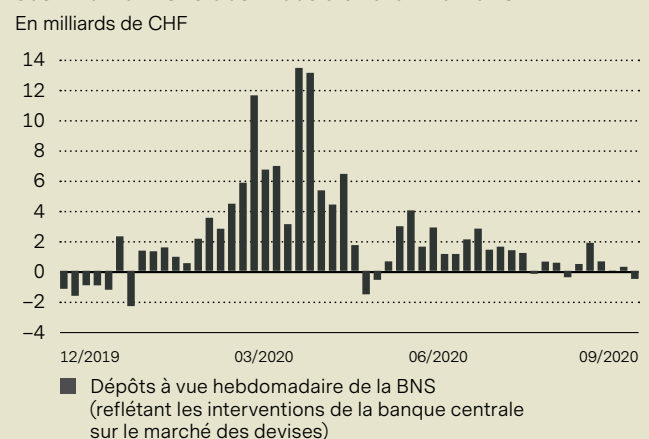
Bien que fortement axé sur l'Asie, les gains de change par rapport au dollar devraient également profiter à d'autres régions. Le déploiement d'un vaccin contre la Covid-19 pourrait accélérer le processus, un soulagement significatif, en particulier pour les devises latino-américaines. Fortement tributaires des exportations et des matières premières, le peso mexicain, le rand sud-africain et le réal brésilien pourraient être les principaux bénéficiaires d'une embellie des perspectives économiques en 2021.

**Graphique 1 : Les vastes mesures de confinement en Europe semblent contenir l'euro**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graphique 2 : La Banque nationale suisse a réduit ses interventions destinées à affaiblir le franc**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

## Conjoncture et marchés financiers 2018 – 2021

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, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2018 à 2019, ainsi que les prévisions de Vontobel pour 2019 et 2020.

<b>PIB (EN %)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>PRÉVISION 2020</b>	<b>PRÉVISION 2021</b>
Zone euro	1.9	1.3	-4.4	-7.5	5.1
États-Unis	3.0	2.2	-2.9	-3.6	3.9
Japon	0.3	0.7	-5.9	-5.3	2.6
Royaume-Uni	1.3	1.3	-9.6	-10.4	5.5
Suisse	3.0	1.1	-8.3	-4.7	4.0
Chine	6.8	6.1	4.9	2.0	8.4
<b>INFLATION (EN %)</b>					
Zone euro	1.8	1.2	-0.3	0.3	1.0
États-Unis	2.4	1.8	1.2	1.2	1.9
Japon	1.0	0.5	0.0	0.0	0.1
Royaume-Uni	2.5	1.8	0.5	0.8	1.5
Suisse	0.9	0.4	-0.6	-0.6	0.5
Chine	2.1	2.9	4.5	2.5	2.0
<b>TAUX DE LA BANQUE CENTRALE (EN %)</b>					
EUR	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
USD	2.50	1.75	0.25	0.25	0.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
GBP	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10
CHF	-0.71	-0.69	-0.75	-0.75	-0.75
AUD	1.50	0.75	0.10	0.10	0.10
CNY	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
<b>RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS (EN %)</b>					
EUR (Allemagne)	0.2	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3
USD	2.7	1.9	0.9	0.8	1.2
JPY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
GBP	1.3	0.8	0.4	0.2	0.6
CHF	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4
AUD	2.3	1.4	0.9	0.7	0.7
<b>TAUX DE CHANGE</b>					
CHF / EUR	1.13	1.09	1.08	1.10	1.10
CHF / USD	0.99	0.97	0.91	0.92	0.89
CHF / 100 JPY	0.90	0.89	0.87	0.86	0.84
CHF / GBP	1.26	1.28	1.20	1.24	1.28
CHF / AUD	0.69	0.68	0.66	0.66	0.66
USD / EUR	1.14	1.12	1.18	1.20	1.24
JPY / USD	110	109	105	107	105
USD / AUD	0.70	0.70	0.72	0.72	0.74
CNY / USD	6.95	6.51	6.86	6.60	6.75
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	53	66	43	50	60
Or (USD/once troy)	1 281	1 521	1 893	1 900	1 900
Cuivre (USD/tonne métrique)	5 949	6 149	6 966	7 500	7 500



# 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 ([www.vontobel.com](http://www.vontobel.com)). Bank Vontobel AG est placée sous la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Berne ([www.finma.ch/f/](http://www.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 [www.vontobel.com](http://www.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 [www.vontobel.com](http://www.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 ([www.vontobel.com/privacy-policy](http://www.vontobel.com/privacy-policy)) et sur notre site de protection des données ([www.vontobel.com/gdpr](http://www.vontobel.com/gdpr)). La présente publication constitue un support publicitaire au sens de l'article 68 de la LFin 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).

**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.



Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich  
Suisse  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

