

Vontobel

Investors' Outlook

Quand la Fed éternue ...



Avril 2023

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Résister au coup de froid

6 Points saillants du marché

Le marché de l'emploi US commence à se fissurer

8 Point de vue

Actions US, l'heur 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 (responsable)
Investment Content team

Auteurs*

Chul Chang,
Portfolio Manager, Senior Research Analyst,
Vontobel

Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
Vontobel

Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : mai 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

5 avril 2023

Remarques

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

Quand la Fed éternue ...



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

La période d'incubation entre les relèvements de taux des banques centrales et l'apparition des premiers symptômes dans l'économie réelle est passée.

Nous avons vu ce mois-ci qu'il était impossible de relever les taux sans que quelque chose ne se brise. Après s'être abattue sur les marchés des cryptos, la première vague de problèmes a touché le capital-risque avant d'engendrer le premier effondrement véritable des marchés réglementés et du secteur bancaire. Les craintes de contagion se sont propagées et une crise de confiance a éclaté. La situation était si fragile qu'il a suffi que l'actionnaire principal du Credit Suisse déclare y exclure tout investissement supplémentaire pour altérer la confiance et sceller le sort de la banque.

L'information a alors fait la une de l'actualité et certains investisseurs se sont demandé si les frissons qu'ils avaient éprouvés n'étaient pas le signe d'une rechute potentielle dans la crise financière mondiale de 2008.

À quel remède avons-nous eu recours ? Des mesures préventives avaient déjà été mises en place. La réduction du risque dans nos portefeuilles, le choix d'un positionnement neutre sur les actions et la sous-pondération des obligations à haut rendement ont été des mesures parfaites pour protéger les actifs de nos clients avant les turbulences qu'a connu le mois de mars.

Mais quid du pronostic pour l'économie mondiale ? Désormais prises entre le marteau et l'enclume, la pilule est amère pour les banques centrales qui doivent choisir entre la stabilité financière et la stabilité des prix. S'il est probable qu'elles choisiront de favoriser la stabilité des prix, le cocktail combinant ralentissement économique et baisses des taux d'inflation renforce néanmoins la probabilité d'une récession et, avec elle, celle d'assister à des réductions de taux.

Au vu de la forte volatilité des marchés, il semble encore trop tôt pour se dissiper et saisir les opportunités perçues, car la situation pourrait bien se détériorer davantage.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous découvrirez notre point de vue sur les développements les plus récents des marchés et de l'économie. Nous analysons en détail le marché de l'emploi US, où les premières fissures commencent à apparaître, nous évaluons les dégâts subis par le secteur bancaire et nous nous posons la question de savoir si nous nous dirigeons vers une répétition de l'année 2008. Vous découvrirez également le détail de nos allocations d'actifs et les raisons pour lesquelles nous avons décidé de n'y apporter aucun changement.

Nous nous intéressons ce mois-ci aux actions US et à la manière dont nos collègues de la boutique Quality Growth aident leurs clients à trouver les opportunités qu'offrent les actions du pays, ce qui revêt une importance de tout premier plan dans l'environnement de marché actuel.

Et si nous attendons que la poussière retombe quelque peu, nous restons néanmoins attentifs aux signes de convalescence.

Bonne lecture et portez-vous bien.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Résister au coup de froid

La réalité économique se rapproche du scénario de base que nous avons présenté fin 2022: les relèvements de taux commencent à impacter l'économie réelle et à faire des victimes. Face à une récession désormais probable et aux signes d'essoufflement du marché de l'emploi US, nous estimons être bien parés pour affronter le coup de froid qui se dessine en étant neutres sur les actions et en privilégiant les emprunts d'État et l'or.

Aux États-Unis, un mouvement massif de retrait de dépôts a entraîné la faillite de Silvergate Capital et de Silicon Valley Bank. Les autorités suisses ont ensuite orchestré un accord pour qu'UBS reprenne son concurrent en difficulté, Credit Suisse, et tenter d'endiguer ainsi la crise: cela a été un choc mondial tout en renforçant la confiance fragile des marchés.

Mais le mal est fait et les indicateurs économiques avancés devraient désormais amorcer une baisse. Le marché de l'emploi US devrait ainsi se détériorer au cours des mois à venir et la récession qui s'ensuivra devrait, confor-

mément aux données historiques, se traduire par des baisses de taux dès cette année.

Nous restons neutres sur les actions. Les banques centrales ont certes commencé à adoucir leurs propos, mais il est probable que les choses empireront avant de s'améliorer. Face au ralentissement de la croissance, à la baisse de l'inflation, au pic d'agressivité des banques centrales et aux perspectives de baisse des taux et d'élargissement des écarts, nous restons globalement neutres sur les titres obligataires, mais surpondérés sur les emprunts d'État et sous-pondérés sur le crédit à haut rendement.

Nous restons neutres sur les matières premières, car si le ralentissement économique et le pic inflationniste semblent indiquer que les matières premières ont leurs meilleurs jours derrière elles, la perspective d'un retour de l'économie chinoise ne plaide, elle, pas en faveur d'une sous-pondération. Nous restons surpondérés sur l'or, qui, nous l'avons encore vu ce mois-ci, offre une bonne couverture contre les risques de récession et les incertitudes géopolitiques. Voir les détails à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous maintenons notre position, mais sommes prêts à redéployer le capital dès que des opportunités plus intéressantes se présenteront.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les titres obligataires et surpondérés sur les emprunts d'État. Notre scénario de base envisage un ralentissement de la croissance et de l'inflation, et un « pic » d'agressivité de la part des banques centrales. Cela devrait aboutir à une baisse des taux et à un élargissement des écarts durant les mois à venir. Nous maintenons donc notre surpondération sur les emprunts d'État et restons négatifs sur les obligations à haut rendement. Nous restons neutres sur le crédit Investment Grade et légèrement surpondérés sur la dette des marchés émergents en monnaie forte. Cela se traduit par un point de vue globalement neutre, et inchangé par rapport au mois dernier, sur le segment obligataire.
3 Actions			→			Lors de la dernière réunion, le Comité d'Investissement de Vontobel a décidé d'immobiliser les gains générés par la surpondération des actions en place depuis fin septembre 2022. Nous avons réduit les actions à neutre, réalloué les produits aux liquidités et indiqué notre disposition à redéployer ces liquidités dès qu'une meilleure opportunité se présenterait. En l'absence de catalyseurs à court terme, le rebond pourrait faiblir et alimenter la volatilité des marchés. Les banques centrales ont, certes, commencé à adoucir leurs propos, mais il est probable que les choses empireront avant de s'améliorer. Le moment n'est donc pas (encore) venu de revenir à une surpondération. Prudents quant aux perspectives de l'économie mondiale et continuant à envisager une récession aux États-Unis ainsi qu'un « pivot » plus tardif de la Fed, nous estimons qu'il est judicieux de maintenir le cap et de rester neutres dans toutes les régions.
4 Or				→		Nous restons surpondérés sur l'or. Nous considérons depuis longtemps que l'or constitue une couverture efficace contre les risques de récession et les incertitudes géopolitiques: cela s'est définitivement vérifié le mois dernier. En outre, le prochain revirement accommodant de la part des banques centrales constitue, d'un point de vue historique, un facteur positif pour l'or.
5 Matières premières			→			La croissance économique ralentit et l'inflation a atteint un pic, de sorte que cette classe d'actifs pourrait désormais avoir ses meilleurs jours derrière elle. Dans le même temps, la perspective d'un retour de la croissance chinoise – la Chine est un gros consommateur de matières premières – ne plaide pas en faveur d'une sous-pondération.
6 Stratégies alternatives			→			Globalement neutres sur les investissements alternatifs, nous réitérons tous nos points de vue sur les sous-classes d'actifs (légère sous-pondération des hedge funds et neutre sur l'immobilier).

Le marché de l'emploi US commence à se fissurer

Le marché de l'emploi US a affiché une impressionnante résilience au cours de ces derniers mois. Ignorant la fréquence et l'intensité des relèvements de taux d'intérêt de la Fed, il n'a tout simplement pas fléchi. Mais les mesures de la Fed commencent maintenant à laisser des traces. Qu'est-ce que cela signifie pour la croissance et l'inflation ?



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



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

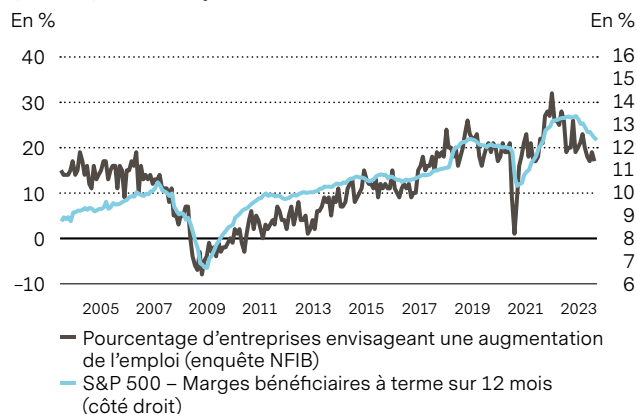
Pourquoi les autorités monétaires et les marchés financiers s'intéressent-ils tant au marché de l'emploi US ? Parce que la hausse du chômage est un indicateur assez fiable de récession et de tout ce que cela implique. Et parce qu'un marché de l'emploi sous tension est susceptible de pousser l'inflation en exerçant une pression constante sur les salaires.

Il convient à cet égard de noter que les entreprises américaines ont non seulement su conserver leurs employés, mais qu'elles ont également créé de nouveaux postes au fil des mois. C'est ce qui ressort notamment des « non-farm payrolls » – les employés hors agriculture – dont le nombre est encore nettement supérieur au niveau pré-pandémique. L'analyse par secteur permet de constater qu'aucun des secteurs importants n'a enregistré de pertes d'emploi significatives, y compris dans le secteur de la construction, qui a pourtant connu un fort recul.

Cette vigueur du marché de l'emploi tient à plusieurs raisons. La première est celle, classique, du jeu « de l'offre et de la demande ». Ce que cela signifie ? La politique monétaire de la Fed vise à faire baisser la demande de biens et de services afin de réduire ainsi la demande de main-d'œuvre. Mais la Fed n'a qu'une influence très limitée sur la composante « offre » de l'équation, c'est-à-dire sur la main-d'œuvre disponible. Ce volant de

main-d'œuvre a nettement diminué après la Covid-19 et reste inférieur aux niveaux pré-pandémiques, car les travailleurs âgés, notamment, ont quitté la vie active dans des proportions supérieures à la moyenne.

Graph. 1 : Les marges bénéficiaires n'incitent pas (encore) les entreprises à licencier



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Les entreprises ont, en outre, bien résisté jusqu'à présent. Si leurs marges bénéficiaires ont diminué, elles demeurent historiquement élevées (graph. 1). Cela permet aux entreprises de conserver leur main-d'œuvre, voire d'embaucher – du moins pour le moment.

Important: les indicateurs de l'emploi sont des indicateurs retardés

Retardés ne veut toutefois pas dire annulés: le marché de l'emploi met généralement du temps à suivre le reste des évolutions économiques. Les nouvelles commandes («new orders») de l'Institute for Supply Management (ISM) en sont une illustration. Les chiffres de l'emploi hors agriculture mentionnés au début de cet article ont, eux, généralement trois trimestres de retard sur les entrées de commandes. Au vu des évolutions antérieures, les «non-farm payrolls» pourraient devenir négatifs dès mai 2023.

Indicateur avancé du marché de l'emploi US, les normes d'octroi de crédit ont généralement trois trimestres d'avance sur le nombre de pertes d'emplois (graph. 2). Après le durcissement des normes d'octroi de crédit par les banques au cours des derniers mois, les pertes d'emplois devraient donc bientôt suivre.

Apparition de premières «fissures»

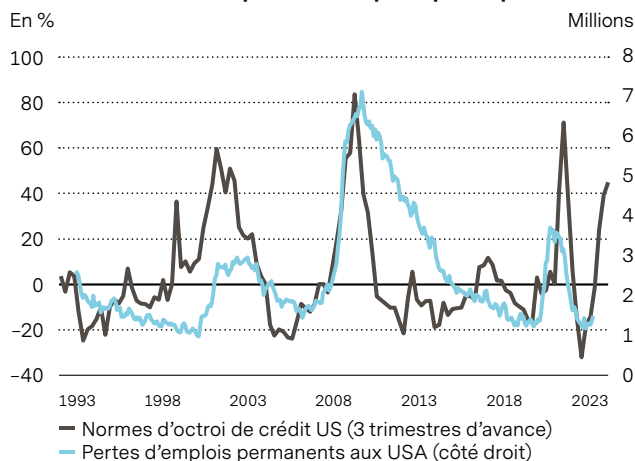
Fin 2022, nous présentions notre scénario de base pour l'année 2023 en pointant le risque de récession. Une partie de ce scénario envisageait également un net ralentissement du marché de l'emploi US. Nous continuons

de penser que l'impact négatif des hausses des taux d'intérêt se fera sentir sur le marché de l'emploi avec un décalage de neuf à douze mois, soit au cours du deuxième trimestre.

Les signes s'accumulent en effet qui indiquent que le marché de l'emploi US commence à vaciller. Selon un rapport du cabinet de consulting Challenger, 77770 licenciements ont été prononcés en février, soit une hausse notable par rapport à l'année précédente. Le recul du taux de licenciement, qui indique une baisse de la confiance dans le marché de l'emploi, et la baisse de la durée hebdomadaire moyenne du travail constituent d'autres signes de ralentissement.

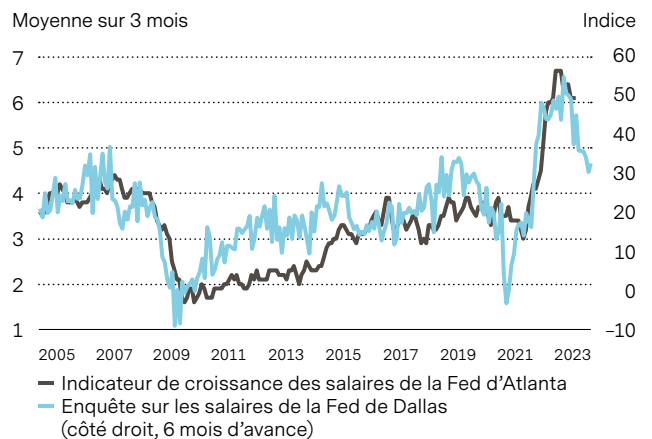
Nous estimons que ce ralentissement pourrait donner lieu à un affaiblissement de la croissance élevée des salaires, laquelle est un important moteur de l'inflation. C'est d'ailleurs ce qui se profile déjà. Le salaire horaire moyen («average hourly earnings») a commencé à baisser. L'indice des coûts de l'emploi («Employment Cost Index»), qui est établi par l'Office US des statistiques du travail sur la base des bulletins de salaires des employeurs menée, a également baissé ces derniers temps. Les enquêtes menées par les banques fédérales régionales – comme celle de la Fed de Dallas – dressent un tableau similaire (graph. 3).

Graph. 2 : Le « durcissement » des normes d'octroi de crédit a entraîné des pertes d'emplois par le passé



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 3 : Vers une moindre pression sur les salaires



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel



Actions US, l'heur de la qualité

Les principaux marchés boursiers ont souffert en 2022, États-Unis compris: les trois principaux indices US ont connu leur pire année depuis 2008. Inflation élevée et durable, croissance au ralenti, hausses agressives des taux, prix de l'énergie élevés et volatils, guerre en Ukraine et tensions accrues entre les USA et la Chine: la tempête parfaite. Si 2023 a connu un démarrage plutôt solide, la récente défaillance de la Silicon Valley Bank (SVB) a remis en question la stabilité du système financier et l'état de santé des banques du monde entier. Les marchés sont nerveux, dans la mesure où les investisseurs restent confrontés à l'incertitude. Une reprise des actions US est-elle possible? Un atterrissage brutal ou en douceur par la Fed? Les revenus ont-ils atteint un plancher?



Chul Chang
Portfolio Manager,
Senior Research Analyst,
Vontobel



Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
Vontobel

Au lieu de chercher réponse aux questions qui donnent des insomnies aux investisseurs, il est préférable de se concentrer sur les fondamentaux, d'adopter une perspective à long terme et de se préparer au pire. De ce fait, nous cherchons à investir dans des sociétés de qualité, c'est-à-dire des entreprises dont l'économie sous-jacente est intéressante et les flux de bénéfices durables et prévisibles. Nous repérons toujours des entreprises US répondant à nos critères d'investissement et nous pensons qu'une approche qualitative des actions US sera requise pour naviguer avec succès sur les marchés cette année.

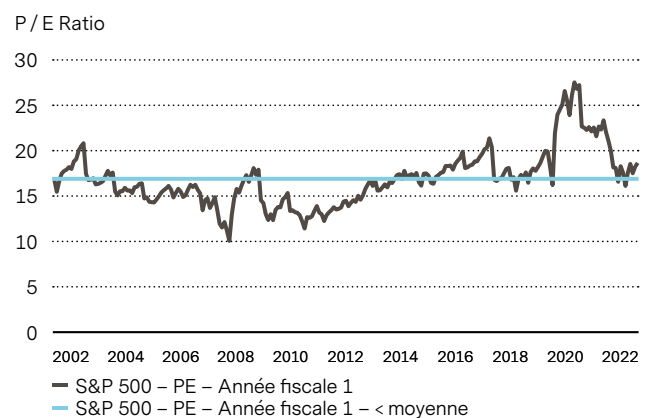
Actions US – testées et approuvées

Le marché US reste le plus important et le plus liquide du monde. Il abrite bon nombre d'entreprises mondiales de premier plan, telles qu'Amazon et Alphabet, entreprises innovantes capables de transformer leurs idées en produits et services performants à l'échelle mondiale. Beaucoup de sociétés étant cotées aux États-Unis, les investisseurs ont accès à des marchés internationaux. En effet, les dix premières sociétés américaines par capitalisation boursière de l'indice S&P 500 génèrent en moyenne environ 44% de leurs revenus hors États-Unis.¹ À noter que les entreprises US sont dans l'ensemble plus rentables que leurs pairs, comme le montrent les indices de marché majeurs.

Il y a eu une baisse significative des valorisations des actions US. Cette correction rapide a offert une toile de fond prometteuse aux gestionnaires axés sur la qualité et désireux de trouver de meilleurs points d'entrée. La liquidation dans le secteur de la tech a sanctionné à juste titre de nombreuses entreprises spéculatives de faible qualité, mais elle a aussi eu un impact sur les valorisations

de certaines entreprises tech de très grande qualité. Ces dislocations créent généralement des opportunités d'apport d'investissements de qualité à de meilleurs prix. On ignore si cette compression des valorisations touche à sa fin, mais la faiblesse de l'économie devrait se traduire par une pression sur les bénéfices des entreprises cette année (Graph.).

Graph. 1 : Retour à la moyenne des multiples de marché



Les performances passées ne présentent pas des résultats futurs.

Source : FactSet

10 Point de vue

Les marchés ne peuvent plus compter sur un soutien artificiel

Depuis la Crise financière mondiale, les banques centrales des États-Unis et des autres économies développées ont soutenu les marchés avec des taux historiquement bas. En élargissant leur bilan, elles ont aussi soutenu les marchés obligataires et pris des mesures de relance budgétaire lorsque cela était nécessaire. Ce puissant cocktail a créé un marché à faible volatilité, une forte corrélation des rendements dans le S&P 500 et une croissance continue de la dominance passive pour les investisseurs recherchant une exposition aux USA.

Résultat : les marchés ont enregistré des rendements élevés durant cette période. Mais l'inflation persistante, le gonflement des bilans des banques centrales et l'endettement des gouvernements leur seront bientôt, au mieux, moins favorables. Le revirement soudain d'une augmentation des taux pour lutter contre l'inflation tout en réduisant la taille des actifs du bilan laisse présager un environnement plus difficile, comme l'indique l'inversion actuelle de la courbe de rendement. Nous commençons déjà à constater les effets de ce changement brutal, la SVB ayant été forcée de reconnaître la dépréciation de ses actifs obligataires, qui a déclenché un besoin de capital supplémentaire, une accélération des retraits des

dépôts et finalement son effondrement, dont les répercussions se font sentir dans tout le secteur et dans le monde entier. Les rendements négatifs en 2022 montrent que les marchés d'actions US ont commencé à intégrer ce scénario. Toutefois, à l'horizon 2023, il subsiste un décalage entre les bénéfices attendus par le marché et les bénéfices habituellement enregistrés pendant les récessions (Tableau 1).

Préparés à ce qui nous attend

Lors d'une récession, les sociétés ne sont pas toutes affectées de la même manière. Nous ne tablons pas sur des prévisions spécifiques d'inflation ou de récession ; nous recherchons plutôt des sociétés pouvant obtenir de bons résultats dans le cadre de scénarios macroéconomiques plausibles. De plus, en évitant les actions qui se négocient à des multiples exorbitants, on réduit la vulnérabilité à une dégradation de notation résultant de la hausse des taux d'actualisation.

Nous cherchons à investir dans des sociétés qui présentent des rendements économiques solides, qu'il s'agisse du rendement des capitaux propres, du rendement du capital investi ou de la conversion des flux de trésorerie disponibles. La prévisibilité de ces rendements est tout aussi importante car elle s'appuie sur une croissance

Tableau 1: Actions US, des bénéfices attendus supérieurs aux bénéfices historiques en temps de récession

MOIS DE PIC	MOIS DE CREUX	MOIS DE CONTRACTION	TRIMESTRES DE DÉCLIN	RPA, VARIATION
Août 1957	Avril 1958	8	4	-17,0%
Avril 1960	Février 1961	10	7	-11,7%
Décembre 1969	Novembre 1970	11	5	-12,9%
Novembre 1973	Mars 1975	16	4	-14,8%
Janvier 1980	Juillet 1980	6	4	-4,6%
Juillet 1981	Novembre 1982	16	4	-19,1%
Juillet 1990	Mars 1991	8	10	-36,7%
Mars 2001	Novembre 2001	8	5	-54,0%
Décembre 2007	Juin 2009	18	7	-91,9%
Février 2020	Avril 2020	2	4	-32,5%
Duration moyenne de contraction (mois)		10,3		
Déclin moyen de RPA (du pic au creux)				-29,5%
Déclin moyen de RPA – hors bulle spéculative tech. (2001) et crise financière (2007)				-18,7%

S&P 500, consensus sur croissance 2023 du RPA = 9,08%

Les performances passées ne présagent pas des résultats futurs. Ces prévisions sont sans garantie et les résultats effectifs peuvent différer sensiblement.

Source: FactSet, National Bureau of Economic Research (NBER), D.A. Davidson

Mois du pic comme dernier mois de croissance avant contraction et mois de creux comme point le plus bas de la contraction (selon le NBER). Variation de RPA sur la base du RPA de S&P 500, sur quatre trimestres consécutifs, mise à jour trimestrielle.

séculaire. Nous nous tenons à l'écart des valeurs cycliques, un parti pris qui, par le passé, a également réduit notre volatilité. Un point important pour la période actuelle est que l'augmentation du levier financier exacerbe l'impact des hausses de coûts sur les bénéfices. Par mesure de prudence élémentaire, nous évitons donc les entreprises surendettées. Voici trois approches que nous suivons pour nous préparer à l'avenir :

- **Atténuer les risques.** Nous soumettons chaque participation à un test de résistance face aux risques de baisse des bénéfices et de bilan dans l'éventualité d'une récession. Nous attendons de nos sociétés de portefeuille qu'elles fassent preuve, dans l'ensemble, d'une plus grande résilience en matière de bénéfices par rapport à une éventuelle baisse des rendements globaux pour l'indice de S&P 500. La nôtre surpondération en biens de consommation non cycliques et le manque d'exposition à l'énergie peuvent offrir une protection contre la volatilité. Dans notre stratégie, Walmart, destination privilégiée pour les produits d'épicerie et de santé, ou Becton Dickinson, qui occupe des positions fortes pour les fournitures médicales, la recherche en sciences de la vie et les diagnostics, avec une demande moins corrélée à la macroéconomie, ont surperformé lors des ralentissements économiques, grâce à une forte part de marché, une demande constante et un pouvoir de fixation des prix.
- **Se concentrer sur le pouvoir de fixation des prix.** Au fur et à mesure que les consommateurs épuisent leurs économies excédentaires et que l'économie faiblit, les sociétés se distingueront davantage les unes des autres au niveau de leur capacité à protéger leurs marges. Notre cible : des entreprises à pouvoir de fixation des prix. Synopsys, par exemple, propose des solutions d'automatisation de la conception électronique qui sont irremplaçables pour les concepteurs de puces sur le marché mondial de l'électronique, ce qui lui confère une résilience des prix. Ce pouvoir sur les prix concerne aussi les marques fortes, notamment Coke et Pepsi, toutes deux ayant enregistré des augmentations de prix « rigides » et des marges stables dans l'environnement inflationniste actuel. Cela concerne aussi les entreprises dotées de solides « avantages concurrentiels », comme le monopole local dont jouit Vulcan Materials avec ses carrières. Étant donné les difficultés économiques du transport des agrégats, la longueur du processus et les exigences environnementales pour l'obtention d'un permis pour une nouvelle carrière, Vulcan peut faire face à l'inflation des coûts et générer des bénéfices bruts plus rentables.
- **Ne pas confondre qualité et histoire passionnante dans la sélection de sociétés.** Certaines des actions les plus populaires de ces dernières années ont dégringolé l'an dernier. Une société présentant un modèle commercial intéressant, mais aucun historique clair de croissance rentable, n'est à nos yeux qu'une belle histoire. Parfois, une belle histoire se révèle être un Google, parfois un Yahoo. Outre Google, dominant désormais la recherche, nous possédons Intuit et sa célèbre franchise de fiscalité à faire soi-même « Turbo Tax », en passe de devenir un système d'exploitation essentiel pour les petites et moyennes entreprises avec « QuickBooks », tout en générant d'importants flux de liquidités.

Le marché US a subi une correction l'année passée, mais il faudra des compétences diverses pour naviguer dans un avenir incertain et différent du passé. Nous pensons que concentrer son exposition sur des entreprises de haute qualité de par la composition régulière de leurs bénéfices plutôt que par des facteurs de croissance externes reste intéressant pour les investisseurs.

Les tensions bancaires infléchissent fortement la trajectoire des fonds fédéraux



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Après l'audition du président de la Fed, Jerome Powell, au Congrès, les rendements à deux ans ont bondi au-dessus de 5%. La faillite de SVB a provoqué un effondrement et donné lieu à plus forte baisse sur deux jours depuis le lundi noir de 1987. Les turbulences bancaires mondiales ont modifié les attentes quant au calendrier d'une réduction du taux des fonds fédéraux (cf. graph. 1).

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires. Nous privilégions les titres de qualité supérieure, tels que les emprunts d'État, même si des opportunités existent également sur les marchés émergents. Nous sommes défensifs sur l'ensemble de l'allocation de crédit, avec un positionnement neutre sur les obligations Investment Grade et une sous-pondération sur le haut rendement.

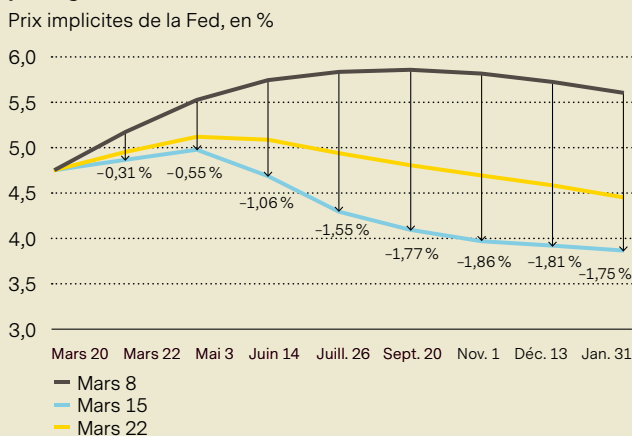
Le marché obligataire envisage une récession

L'audition de M. Powell a fait grimper les rendements à 2 ans à plus de 5% et provoqué ainsi une forte inversion de la courbe des rendements. En dépassant de plus de

1% le rendement des obligations à 10 ans, les obligations à 2 ans ont engendré la plus grande inversion de la courbe de rendement jamais observée depuis les années 1980. Plus la Fed augmente les taux d'intérêt, plus les risques d'une détérioration économique aggravée augmentent. Cela finira par aboutir à des baisses de taux d'intérêt encore plus marquées et à des rendements obligataires beaucoup plus faibles. Contrairement aux données économiques, qui impliquent des décalages et sont sujettes à d'importantes révisions, la courbe de rendement est un indicateur avancé de la réalité économique actuelle. Il ne serait, certes, pas judicieux d'utiliser la courbe des rendements en tant qu'outil d'anticipation du marché, mais il serait dommage de ne pas tenir compte du message qu'elle envoie. Or, en restant profondément inversée à moins 61 points de base, la courbe de rendement entre les obligations à 2 et 10 ans indique l'imminence d'une récession. Bien qu'encore solides, les fondamentaux du crédit affichent une trajectoire négative

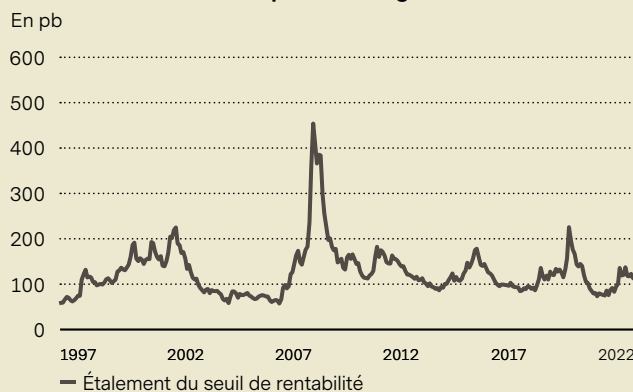
Les fondamentaux du crédit commencent à faiblir légèrement. Avec pour toile de fond la hausse des taux, les marges bénéficiaires diminuent dans la plupart des secteurs et les charges d'intérêt commencent à augmenter. L'effet de levier reste toutefois stable et la croissance de l'endettement reste prudente. Dans l'ensemble, les fondamentaux nous conviennent, même si la direction prise est négative. Sur le plan de la valorisation, les obligations Investment Grade et à haut rendement ne disposent pas de grandes marges de manœuvre face à un nouvel élargissement des spreads (cf. graph. 2).

Graph. 1 : Les attentes relatives aux fonds fédéraux sont partagées



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Le seuil de rentabilité élevé réduit la marge de manœuvre face à des spreads élargis



Source : Bloomberg, Vontobel

Entre stabilité financière et stabilité des prix : un exercice d'équilibriste pour la Fed



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Les marchés d'actions se sont fortement repris depuis la fin septembre 2022. En janvier, les espoirs d'un pivot de la Fed ont alimenté un rallye qui s'est heurté au scepticisme de février, lorsque la forte inflation a augmenté les perspectives d'une période de taux élevés encore longue. En mars, quelque chose s'est ensuite brisé avec l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB). Sommes-nous de retour en 2008 ?

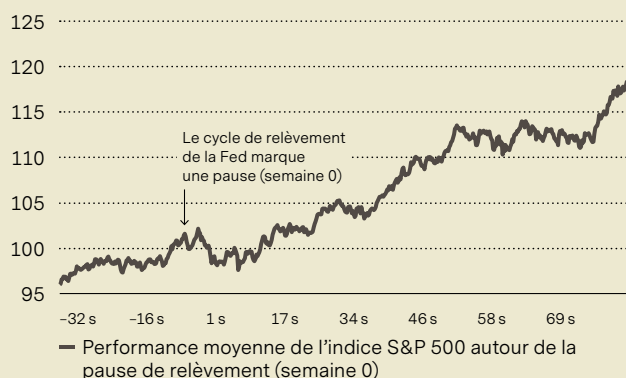
Les turbulences bancaires inquiètent: les banques centrales trouveront-elles un équilibre entre la stabilité financière et la stabilité des prix. Combinée à des courbes de rendement toujours fortement inversées, la situation a exacerbé la volatilité. La récession semble pratiquement inévitable et la tourmente bancaire complique les choses pour les banques centrales, car même si un ralentissement des relèvements de taux pourrait l'atténuer, l'inflation élevée commande, elle, la poursuite de ces relèvements. La dernière réunion de la Fed a toutefois clairement tranché: la priorité est au maintien de l'inflation à un faible niveau.

Donc, cela implique de nouveaux relèvements de taux. Les banques vont par conséquent devoir recalibrer leurs stratégies de prêt en réduisant le risque à mesure que les effets du relèvement des taux se feront ressentir. Cela devrait impacter les entreprises et les consommateurs. Les banques US de taille moyenne représentent 60 à 80% des prêts résidentiels et commerciaux et env. 50% des prêts à la consommation; leur rôle est donc crucial pour l'économie. Dans le même temps, la crise bancaire actuelle pourrait avoir des effets déflationnistes, de sorte que la tendance désinflationniste observée depuis juillet 2022 pourrait se poursuivre cette année. L'histoire nous enseigne que les relèvements de taux prennent généralement fin lorsque quelque chose se brise. Malgré le relèvement de la Fed du mois dernier, une pause pourrait donc intervenir dès la fin mai.

Sommes-nous de retour en 2008? Nous ne le pensons pas. Mais même si aucun risque systémique ne semble menacer les banques, d'autres dommages collatéraux de l'un des cycles de relèvement les plus agressifs de ces 40 dernières années ne sauraient être exclus, de même qu'une crise plus grave touchant d'autres secteurs, car c'est, après tout, le résultat probable de toute récession induite par la politique monétaire. À court terme, en l'absence, p.ex., d'une politique monétaire plus souple, les rendements des actions devraient rester modérés. Il en va de même pour une éventuelle pause de la Fed dans le cas d'une courbe inversée.

Graph. 1 : Performance de l'indice S&P 500 autour de la pause de relèvement depuis 1960

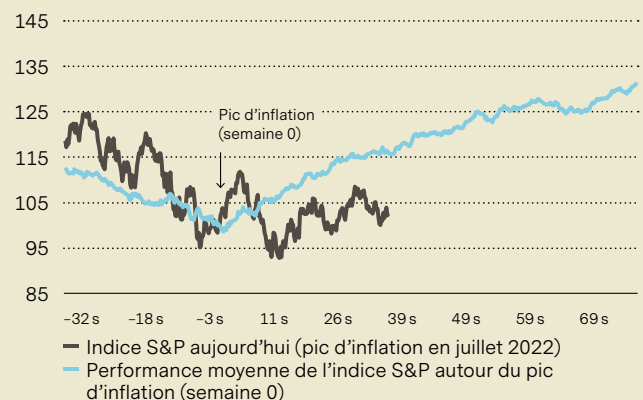
Performance indexée du S&P 500



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Performance moyenne de l'indice S&P 500 autour des périodes du pic d'inflation depuis 1950

Performance indexée du S&P 500



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Baisse du prix des denrées alimentaires après une année 2022 mémorable



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Une «tempête parfaite» et comment celle-ci a pu se produire

Les prix des denrées alimentaires sont connus pour leur volatilité. Leur évolution, qui dépend de plusieurs facteurs, est difficile à prévoir. Les prix de l'énergie y jouent un rôle décisif. Les prix élevés du pétrole, p.ex., entraînent non seulement une hausse des prix des carburants et des engrais, mais orientent également certaines denrées alimentaires vers les biocarburants. La politique monétaire américaine a, elle aussi, un impact important. Plus les taux sont élevés, moins la constitution de stocks est intéressante et plus la spéculation est modérée. Le Fonds monétaire international estime ainsi qu'une augmentation de 1 point du taux directeur réduit de 13% les prix des matières premières alimentaires au bout d'un trimestre. La météo constitue un troisième facteur. Les sécheresses ou les inondations peuvent affecter les récoltes. D'autres éléments – chocs de l'offre, progrès technologique et changements d'habitudes alimentaires – jouent également un rôle.

C'est dans ce contexte qu'est née une «tempête parfaite» en 2022. La situation était déjà tendue: en 2020, par crainte d'une pénurie alimentaire, plusieurs pays producteurs de céréales avaient restreint leurs exportations. Consommateurs et entreprises avaient commencé à faire des réserves. Le phénomène météorologique «La Niña», qui favorise les fortes pluies ou les sécheresses extrêmes, a frappé les agriculteurs pour la troisième année consécutive. Vint ensuite l'attaque de l'Ukraine par la Russie, or ces deux pays sont de grands producteurs de blé. Les coûts de l'énergie se sont alors envolés et ont poussé les prix alimentaires mondiaux à un niveau jamais atteint (Graph. 1).

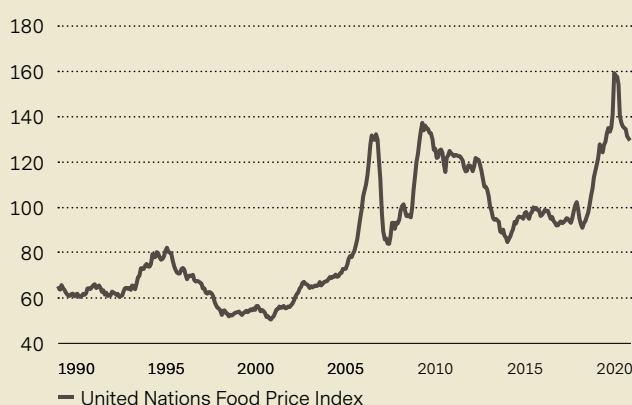
Pourquoi une baisse des prix des denrées alimentaires en 2023 ?

Quatre facteurs indiquent que les prix alimentaires devraient continuer à baisser durant les prochains mois:

- les précédents relèvements de taux de la Fed ;
- le repli significatif des prix de l'énergie (Graph. 2) ;
- la baisse significative des prix des engrais: en février, indique la société d'analyse DTN/Progressive Farmer, les prix des huit principaux engrais ont baissé par rapport au mois précédent, de 5% ou plus pour cinq d'entre eux ;
- une certaine destruction de la demande, pourtant peu élastique: selon l'université d'Aarhus, près de 48% des interrogés pensent que la guerre a permis aux commerçants et aux producteurs de denrées alimentaires d'augmenter leurs bénéfices. Les consommateurs renoncent donc de plus en plus à l'achat de certains aliments.

Graph. 1 : Les prix des denrées alimentaires ont baissé, mais restent élevés

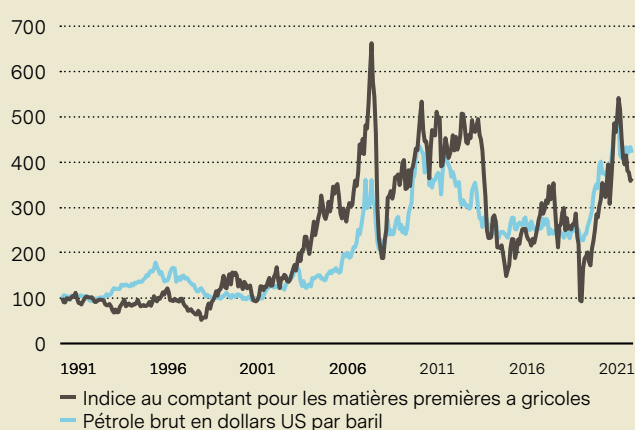
Indice, 2014 – 2016 = 100



Source : Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, Vontobel

Graph. 2 : La baisse des prix du pétrole annonce une baisse des prix des denrées alimentaires

Indice (rebasé sur 100)



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

La fin prochaine du cycle de durcissement de la Fed pourrait peser sur le dollar US



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Déclenchée par la faillite de SVB, qui a entraîné une baisse des rendements et une augmentation de la volatilité, l'inquiétude concernant les vulnérabilités systémiques du secteur bancaire domine l'actualité du marché. Même si les perspectives de taux de la plupart des grandes banques centrales ont été revues à la baisse, la Banque centrale européenne a, elle, persisté et relevé ses taux directeurs de 50 points de base lors de sa réunion de mars. Confrontées à la nécessité de politiques restrictives pour contenir l'inflation et au risque de briser quelque chose d'important sur le plan systémique, les banques centrales sont de plus en plus fréquemment contraintes à faire des arbitrages.

Les décisions de politique monétaire impacteront la performance à moyen terme du dollar US, et la fin prochaine du cycle de durcissement de la Fed réduira probablement l'attrait de cette monnaie (cf. graph. 1). Tout ralentissement de l'inflation US renforcera l'optimisme des marchés quant à la possibilité que la Fed change de cap, et cela devrait peser sur le dollar US. À court terme, cependant,

dans un contexte moins favorable à l'appétit pour le risque, le dollar US pourrait bénéficier de son statut de valeur refuge.

L'euro devrait se renforcer

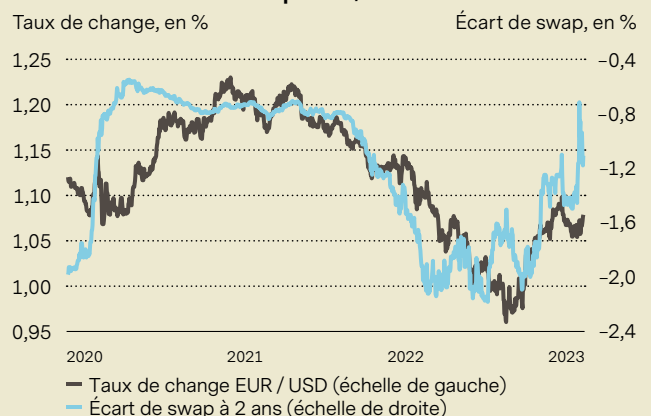
La réévaluation spectaculaire du cycle de la Fed a fortement réduit les écarts de swap EUR/USD à deux ans (cf. graph. 2). Les taux de change étant généralement fortement influencés par des taux situés à l'extrémité courte de la courbe (indication de la trajectoire de la politique monétaire respective), le rétrécissement brutal de l'écart devrait entraîner une forte hausse de l'euro. Si les marchés misent désormais sur un revirement de la Fed, ils intègrent également les effets des turbulences bancaires, ce qui, pour l'heure, impacte le sentiment de risque et empêche la paire EUR/USD de s'envoler. Prévisions d'inflation, données économiques et financières, dynamique de l'inflation sous-jacente et accent mis sur les salaires : telles sont les données clés qui seront prises en compte par la BCE pour fixer les taux d'intérêt, a précisé la présidente de l'institution, Christine Lagarde. La BCE garde également un œil sur la force de la transmission de la politique monétaire. Il apparaît clairement que la hausse des taux sans risque impacte rapidement les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises. La demande et l'offre de crédit diminuent rapidement. La politique monétaire devrait avoir autant d'impact dans la zone euro que par le passé ; la BCE devrait donc relever une nouvelle fois ses taux à l'approche des mois d'été si la stabilité financière est préservée. the summer months if financial stability is preserved.

Graph. 1 : Le dollar recule



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : La réévaluation du cycle de la Fed a fortement rétréci les écarts de swap EUR / USD à deux ans



Source : Bloomberg, DB, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

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

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

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

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,57	3,51
USD	0,25	4,50	5,00	5,35	4,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	4,05
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,69	1,63
AUD	0,10	3,10	3,60	4,00	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,20	2,66	2,26
USD	1,5	3,9	3,44	3,66	3,38
JPY	0,1	0,4	0,32	0,64	0,68
GBP	1,0	3,7	3,38	3,49	3,11
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,59	1,41
AUD	1,7	4,1	3,19	3,81	3,40

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2024
CHF / EUR	1,04	0,99	0,99	1,01	1,02
CHF / USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,91
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,70	0,72	0,73
CHF / GBP	1,23	1,12	1,12	1,13	1,14
USD / EUR	1,14	1,06	1,08	1,10	1,12
JPY / USD	115	130	131	127	125,50
USD / AUD	0,73	0,67	0,66	0,71	0,72
GBP / EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,90
CNY / USD	6,37	6,91	6,88	6,70	6,70

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	75	86,75	95
Or, USD par once troy	1829	1824	1959	1875	1875
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8922	8500	9350

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 25 mars 2023

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Attestation des analystes

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

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

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

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

Bases et méthodes d'évaluation

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

2. Disclaimer et mention des sources

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

18 Informations légales

3. Directives et informations propres à certains pays

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

