

Vontobel

Investors' Outlook

Les chefs des banques centrales
prêts à en découdre sur l'inflation

Septembre 2022

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Coincé entre le marteau et l'enclume

6 Market highlights

Tout ce qui monte redescend,
même l'inflation

8 Point de vue

Les portefeuilles 60/40 de nouveau en vogue
malgré une « annus horribilis »

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Martin Gelnar

Auteurs*

Stefan Eppenberger
Head of Multi-Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber
Investment Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Anton Oberhofer
Head Global Balanced Solutions,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : octobre 2022)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

2 septembre 2022

Remarques

* voir page 17 « Remarques juridiques » :
attestation des analystes

Les chefs des banques centrales prêts à en découdre sur l'inflation



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

Chaque année, banquiers centraux, décideurs, universitaires et économistes se réunissent dans le Wyoming, à Jackson Hole, pour délibérer de sujets importants. Les observateurs passent alors au crible les déclarations des participants pour y glaner des pépites de sagesse et y décrypter l'état de l'économie mondiale. En 2021, pour nombre d'experts, l'inflation était transitoire. Cette année, c'est la question de la crédibilité face à une inflation persistante qui animait les discussions.

La dernière intervention du général Powell en déçoit plus d'un

La contrainte est actuellement double pour les banquiers centraux : après avoir minimisé l'inflation, ils sont maintenant critiqués pour avoir fait volte-face dans la panique. La Fed ayant déjà procédé à de rapides et énergiques relèvements de son taux directeur, le temps est-il venu de franchir une nouvelle étape ? Les espoirs d'une plus grande prudence de la part de Jerome Powell, son gouverneur, c.-à-d. d'une remise en question du durcissement de la politique monétaire, ont été déçus. M. Powell n'a, au contraire, pas cédé d'un pouce et a continué de pourfendre l'inflation (en souvenir, peut-être, de la résistance du général Custer dans le Montana voisin, il y a quelque 150 ans). Soulignant la possibilité et la nécessité de maîtriser et de stabiliser les prix, il a réaffirmé son engagement en faveur d'une politique monétaire stricte.

Cette vision mérite débat. Avant la pandémie, la Fed avait manqué son objectif d'inflation de 2 % ; sa présidente de l'époque, Janet Yellen, avait déclaré en 2017 que son institution ne comprenait pas bien l'inflation. Le taux de chômage baissait depuis plusieurs années, mais l'inflation n'augmentait pas.

Le resserrement de la Fed est-il une erreur ?

Les taux directeurs sont-ils relevés pour la bonne raison ? Ce n'est pas clair. Cheffe économiste du FMI, Gita Gopinath faisait récemment observer que les modèles économiques actuels ne sauraient expliquer la forte hausse de l'inflation. Nous connaissons aussi les travaux de l'économiste David Blanchflower¹, qui a déjà démystifié la courbe dite de Phillips, dont le modèle prédit un taux de hausse des salaires plus élevé avec un chômage plus faible. Les détracteurs du resserrement monétaire estiment que cela ne fait qu'ajouter de la douleur au ralentissement économique ; ils ont raison. Nous sommes, quant à nous, convaincus que l'inflation diminuera à mesure que l'économie mondiale se refroidira.

Sur les marchés financiers, le discours de M. Powell a rapidement effacé une grande partie des gains des mois d'été. Mais son « Ultime résistance » (cf. le général Custer) n'est peut-être pas si mauvaise pour les investisseurs. Avec la fin des taux d'intérêt négatifs, les investisseurs avides de rendement reviendront aux titres obligataires et d'autres reviendront au portefeuille classique 60/40 pour atténuer les risques.

La Fed ouvrant la voie au resserrement, d'autres banques centrales suivront ou ont déjà suivi. La réunion de Jackson Hole de cette année pourrait symboliser la fin logique d'une décennie d'argent facile.

→ Webcast

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

¹ *The Wage Curve*, David Blanchflower and Andrew Oswald, MIT Press, 1995



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Coincé entre le marteau et l'enclume

Si le flot de nouvelles s'est atténué au cours de l'été, les gros titres n'étaient pas toujours positifs. Un entrefilet nous a toutefois réconfortés : après 12 années de surveillance de l'Union européenne, la Grèce (photo : Santorin) a pu s'affranchir de sa supervision financière. L'endettement du pays reste certes énorme, mais les choses s'améliorent enfin.

Quoiqu'il en soit, vous avez sans doute constaté que les conditions du marché n'avaient pas beaucoup changé à votre retour de vacances. L'inflation continue d'inquiéter, mais les grandes banques centrales pourraient bien avoir atteint leur « pic d'agressivité ». Malgré les incertitudes économiques, la plupart des grandes entreprises ont affiché une surprenante résilience. Si la situation énergétique européenne inquiète, les réserves de gaz de l'Allemagne, p. ex., se remplissent malgré la diminution ou l'absence

de flux en provenance de Russie. Les tensions géopolitiques persistent du fait de la guerre en Ukraine.

Pour les gestionnaires d'actifs, toute situation semblant en suspens constitue une énigme. Et lorsque ni la hausse ni la baisse ne l'emporte, il est difficile de faire des paris tant la visibilité est faible. Nous restons donc neutres sur la plupart des classes d'actifs. Dans les actions, nous affichons un biais en faveur des marchés non cycliques tels que les É.-U. et la Suisse. Dans les obligations, nous surpondérons les titres publics, sommes neutres sur les titres d'entreprise Investment Grade (IG) et nous sous-pondérons le haut rendement. L'or est la seule sous-classe d'actifs surpondérée du fait de ses qualités de protection et de couverture contre l'inflation. Pour plus de détails, voir la page 5 ou les pages 12 à 15 consacrées aux diverses classes d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous restons neutres sur les liquidités. Cela est conforme à notre point de vue globalement neutre du risque de marché.
2 Obligations			→			Nous restons aussi neutres sur le segment obligataire. L'interaction entre le « pic d'inflation » et le « pic d'agressivité » nourrit les attentes selon lesquelles le pire du resserrement monétaire est peut-être passé. Cela suggère un certain niveau de duration, c.-à-d. des obligations à plus longue échéance, dans les portefeuilles. Mais les incertitudes de la croissance et les normes de prêt plus strictes pour les entreprises n'incitent pas à une trop forte exposition aux obligations d'entreprise. Nos préférences restent inchangées : nous restons surpondérés pour les emprunts d'État et neutres pour les titres Investment Grade (IG), mais sous-pondérés sur les titres à haut rendement. Nous restons légèrement surpondérés sur les rendements intéressants de la dette des marchés émergents en monnaies fortes.
3 Actions			→			Malgré l'inflation élevée, le resserrement monétaire et l'infléchissement des perspectives de croissance, nous restons neutres sur les actions. Si certains analystes abaissent leurs estimations de bénéfices, la dernière saison des rapports s'est conclue positivement dans la plupart des marchés. La robustesse des entreprises contraste avec la pression sur les prix des matières premières et la faible confiance des consommateurs. Notre positionnement neutre comprend un biais non cyclique. Nous surpondérons donc les valeurs non cycliques, principalement sur des marchés tels que les É.-U. et la Suisse. Nous restons sous-pondérés pour l'Europe et le Japon, et neutres pour les marchés émergents.
4 Or				→		Nous restons légèrement positifs sur l'or du fait des pressions inflationnistes et de la probabilité d'un ralentissement de la croissance. Le métal jaune protège les portefeuilles contre ces risques ainsi que contre les effets négatifs de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, par exemple. Nos anticipations d'un affaiblissement du dollar US plaident aussi en faveur de l'or, car lorsque l'un monte, l'autre baisse, et vice versa.
5 Matières premières			→			Nous restons neutres sur les matières premières. Les métaux et les autres produits de base ont baissé de 15 à 30 % depuis juin. Le gaz naturel est, lui, soutenu par la baisse des livraisons russes à l'Ouest. Pour l'heure, face à la probabilité croissante de récession et aux vents contraires pour l'économie mondiale, nous restons neutres sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons globalement neutres sur les investissements alternatifs. Nous restons modestement sous-pondérés sur les hedge funds mais neutres pour d'autres types d'investissements alternatifs, tels que l'immobilier.

Évolution par rapport au mois précédent : identique → augmentation ↗ réduction ↘

Tout ce qui monte redescend, même l'inflation



—
Michaela Huber
Investment Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Head of Multi-Asset Strategy,
Vontobel

Les économistes et les banquiers centraux n'ont pas eu la tâche facile cette année : le fait de proclamer que l'inflation avait atteint son pic et de se tromper à maintes reprises a constitué un exercice pour le moins embarrassant. Par chance, les prix à la consommation aux É.-U. affichaient une modération de l'inflation à un taux plus faible que prévu de 8,5% en glissement annuel. Cela a suscité l'espoir que le pire des resserrements monétaires agressifs était peut-être déjà derrière nous.

Comme un programme malveillant qui infecterait des systèmes informatiques publics, l'inflation s'est infiltrée dans l'économie mondiale. Mais ce ver est peut-être sur le point de sortir du système. Une liste en dix points nous incite à penser que ce sera le cas.

Dix points à garder à l'esprit

Premier point : actions des banquiers centraux. Lors de la dernière rencontre de Jackson Hole, le président de la Fed, Jerome Powell, a mis en garde contre tout changement de cap trop rapide et a réaffirmé son engagement à relever les taux d'intérêt. Les autres grandes banques centrales ont adopté un ton tout aussi agressif.

Deuxième point : ralentissement économique. Importants indicateurs économiques avancés, les indices des directeurs d'achat (PMI) ont baissé dans de nombreuses régions du monde. L'indice US ISM ou la Fed de Philadelphie suggèrent des perspectives de croissance plus modérées. Indicateur retardé et ne réagissant qu'avec un certain décalage aux variations d'autres variables corrélées, l'inflation ne devrait commencer à refléter le ralentissement économique mondial que dans les mois à venir (voir graph. 1).

Troisième point : force du dollar US. L'appréciation du dollar devrait contribuer à une baisse de l'inflation, car elle réduit généralement les coûts d'importation pour les consommateurs américains.

Quatrième point : estimations d'inflation réalistes. Les anticipations d'inflation nous semblent solidement ancrées. C'est ce que révèlent les anticipations d'inflation dérivées du marché (swaps de taux d'intérêt à cinq ans, p. ex.) ou les indicateurs basés sur des enquêtes, comme l'enquête consommateurs de l'Université du Michigan.

Cinquième point : détente des prix énergétiques. Signe des craintes de récession, le cours du pétrole brut a baissé. L'indice des prix à la consommation (IPC) de l'énergie, qui contribue pour environ un tiers à l'inflation globale et qui est étroitement lié aux prix de l'essence, nous semble avoir atteint un plateau.

Sixième point : baisse des denrées alimentaires. Les dépenses alimentaires – 13% du panier global de l'IPC – semblent devoir diminuer. L'indice des prix alimentaires de l'ONU pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) a

baissé pour le cinquième mois consécutif en août du fait de l'amélioration de l'offre. Cela devrait entraîner une baisse de l'IPC alimentaire.

Septième point : normalisation des chaînes logistiques. Après la Covid-19, l'indice de pression de la chaîne logistique mondiale de la Fed de New York est maintenant en baisse de 57% par rapport à son pic (voir graph. 2). L'indice Freightos Baltic, révèle, lui, une baisse des tarifs de fret par conteneur.

Huitième point : pic sur prix des biens. Les pénuries liées à la pandémie ont vu les prix de nombreux biens s'envoler, mais une baisse devrait bientôt intervenir. L'exemple des puces à semi-conducteurs en fournit une parfaite illustration. Sur le marché automobile, leur pénurie a poussé de nombreux consommateurs vers les véhicules d'occasion. Ce qui a provoqué la hausse de l'IPC des voitures et camions d'occasion. Les constructeurs ont rempli leurs stocks jusqu'à surstocker, si bien que plusieurs fabricants de puces ont averti que les stocks seraient excessifs pour le reste de l'année et au-delà (voir graph. 3).

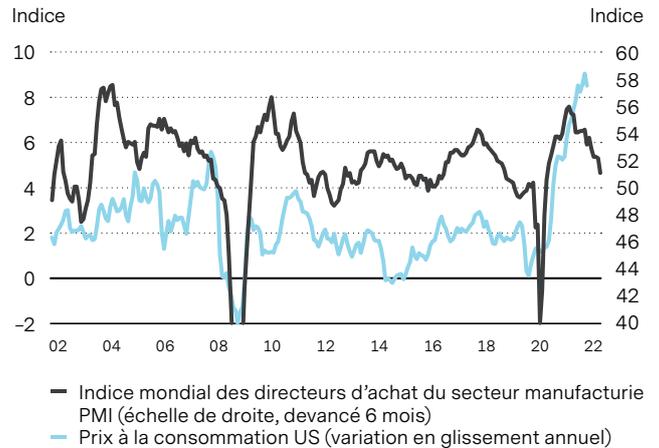
Neuvième point : faiblesse de l'activité immobilière. L'affaiblissement de la construction de logements devait contenir l'inflation des loyers, qui va de pair avec l'inflation des prix des logements. Une « récession du logement » a d'ores et déjà été déclarée, car nombre d'acheteurs potentiels ne peuvent plus acheter un logement ou rembourser un prêt hypothécaire. Les mises en chantier et les permis de construire sont également malmenés.

Dixième point : accalmie sur le marché du travail. Enfin, tout en restant historiquement fort, le marché du travail américain nous semble montrer des signes de refroidissement. Cela est apparu clairement dans le rapport sur l'emploi du département du travail pour le mois d'août, qui révèle un rythme de création d'emploi plus modéré (« seulement » 315 000 contre 526 000 en juillet).

Une marge d'erreur existe

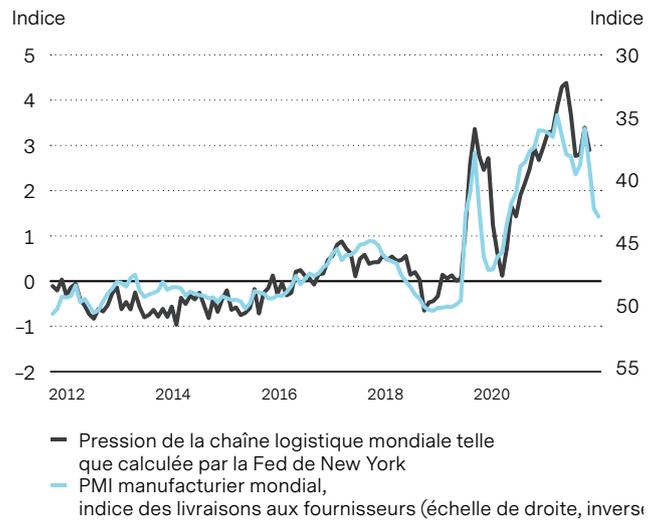
Et les investisseurs, dans tout ça ? Les marchés financiers ont applaudi aux chiffres étonnamment modérés de l'IPC américain. Si le flot de surprises positives se maintient, la reprise du marché pourrait se poursuivre. Nous espérons que notre résumé en dix points aidera les investisseurs à évaluer cette évolution. Pourrions-nous être pris à contre-pied, comme cela s'est déjà produit pour nous et pour beaucoup d'autres par le passé ? Bien entendu, si l'on considère que des événements imprévus tels que des chocs d'approvisionnement énergétiques ou la mise en place de nouveaux confinements liés à la Covid-19 en Chine pourraient faire repartir l'inflation à la hausse.

Graph. 1 : Une inflation élevée qui devrait refléter le ralentissement économique avec un certain décalage



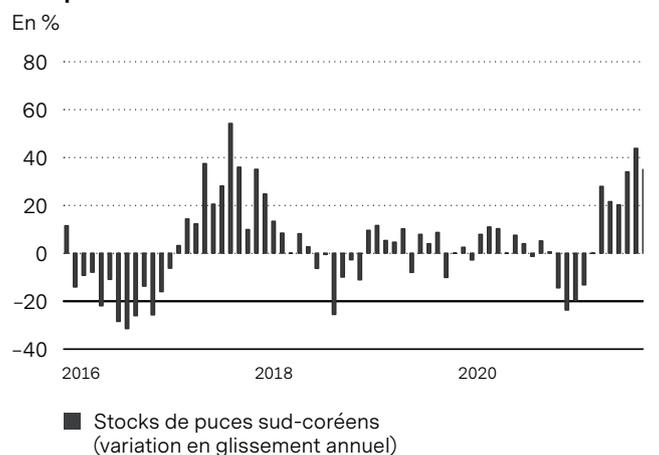
Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Normalisation des chaînes logistiques mondiales et atténuation de la pression sur les prix



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 3 : Les stocks de puces s'accumulent, indiquant une déflation et non une inflation



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Les portefeuilles 60 / 40 de nouveau en vogue malgré une « annus horribilis »



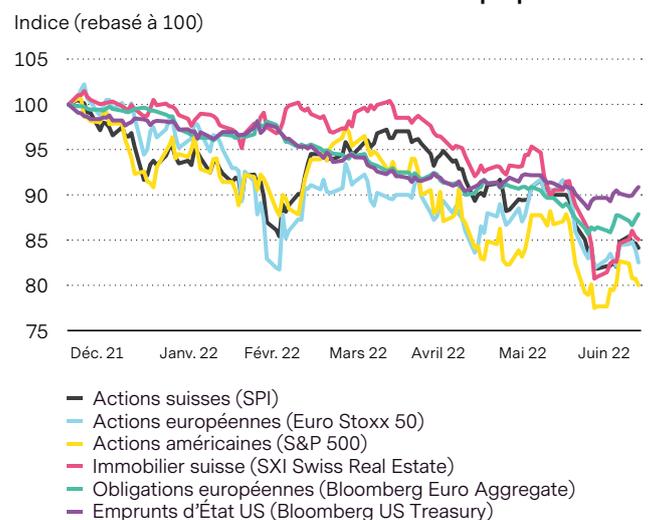


Anton Oberhofer
Head Global Balanced Solutions,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

La reine Élisabeth II avait qualifié l'année 1992 d'« annus horribilis » pour décrire certains événements troublants comme l'incendie de Windsor. Était-ce vraiment la pire année du règne de la monarchie ? Cela se discute. Les investisseurs savent, quant à eux, que des calamités peuvent parfaitement s'enchaîner.

De l'effondrement de Lehman Brothers aux effets de la pandémie, les marchés financiers ont été déstabilisés par plusieurs *anni horribiles*. L'année en cours semble toutefois marquer un point culminant de désastres : la guerre de Vladimir Poutine en Ukraine aggrave les effets de l'inflation. Cela a conduit à l'effondrement simultané des actions et des obligations, ainsi que d'autres segments tels que les titres immobiliers, au cours du 1^{er} semestre 2022 (voir graph. 1). Les matières premières ont fait exception du fait des préoccupations relatives à la sécurité énergétique qu'exacerbent désormais la baisse des livraisons de gaz de Moscou aux Occidentaux. Mais, principal malheur des marchés, la tendance haussière des matières premières a alimenté l'augmentation des prix à la consommation. Les obligations, notamment, qui protègent généralement les portefeuilles multi-actifs en cas de crise, n'ont pas été à la hauteur.

Graph. 1 : L'impact simultané sur une grande diversité de classes d'actifs laisse les investisseurs perplexes



Source : Refinitiv Datastream, indices respectifs, Vontobel. Données au 30 Juin 2022.

10 Point de vue

Le repli simultané des classes d'actifs non corrélées a laissé perplexes de nombreux investisseurs multi-actifs. L'une des raisons de cette situation était pourtant connue : l'incessant abaissement des taux directeurs pour éviter les difficultés économiques. Aussi controversée que peu orthodoxe, cette politique en place depuis la crise financière de 2007 a même été élargie lorsque les mesures visant à contenir la Covid-19 ont gelé l'activité économique dans le monde entier.

Après les fermetures d'usines et les perturbations de la chaîne logistique, la reprise rapide de l'économie en témoigne : les taux zéro ont permis de sortir des soins intensifs, mais les effets secondaires sont graves. Le sauvetage de l'économie et des marchés financiers par les banques centrales était important, mais le flot de liquidités qui l'a accompagné a également contribué à attiser l'inflation, un problème oublié depuis longtemps et que même la Fed minimisait au début. À cela s'ajoute la montée en flèche des prix de l'énergie, les actions et les obligations gonflées par le flot des liquidités, et la prise de conscience par les décideurs politiques que le problème a peut-être été ignoré trop longtemps. Cela ressemble à la recette d'un vaste repli à Wall Street, Londres, Francfort ou Zurich.

Le principe 60 / 40 secoué mais pas abandonné

Voyant la valeur de leurs portefeuilles multi-actifs fondre comme neige au soleil, certains investisseurs pourraient commencer à remettre en question la validité des portefeuilles 60 / 40. La répartition classique 60 % d'actions / 40 % d'obligations (ou des variations de celle-ci selon l'appétence au risque) est-elle dépassée ? Nous ne le pensons pas.

Regardons à cet égard la direction que prennent les banques centrales. Après le réveil brutal d'un sommeil sans inflation, des responsables tels que le président de la Fed sont passés à l'action. Leur positionnement auparavant trop généreux est désormais devenu excessivement restrictif pour certains. Les taux directeurs étant voués à augmenter, les actions et les obligations devraient commencer à baisser, ce qui entraînera finalement un regain d'intérêt pour les achats.

La capacité de risque des investisseurs va en outre s'ajuster. Durant la longue période de l'« assouplissement quantitatif », qui désignait des injections de liquidités via des achats massifs d'actifs, les acteurs du marché obligataire étaient contraints de choisir des titres risqués dont les coupons élevés l'emportaient sur les inquiétudes quant à la solidité de l'émetteur. Maintenant que les relèvements de taux d'intérêt pèsent sur les marchés financiers, une partie des titres souverains retrouvent leur attractivité tout en offrant la protection habituelle.

L'inflation est certes défavorable, mais elle reste préférable à la déflation si elle est contenue, car les entreprises peuvent alors s'adapter et continuer à investir. D'autant que l'inflation devrait commencer à baisser au cours des prochains mois, à l'exception peut-être des prix de l'énergie. La déflation, qui est une longue période de chute des prix durant laquelle tout le monde thésaurise, pourrait, en revanche, être plus difficile à gérer ; l'exemple du Japon l'a bien montré.

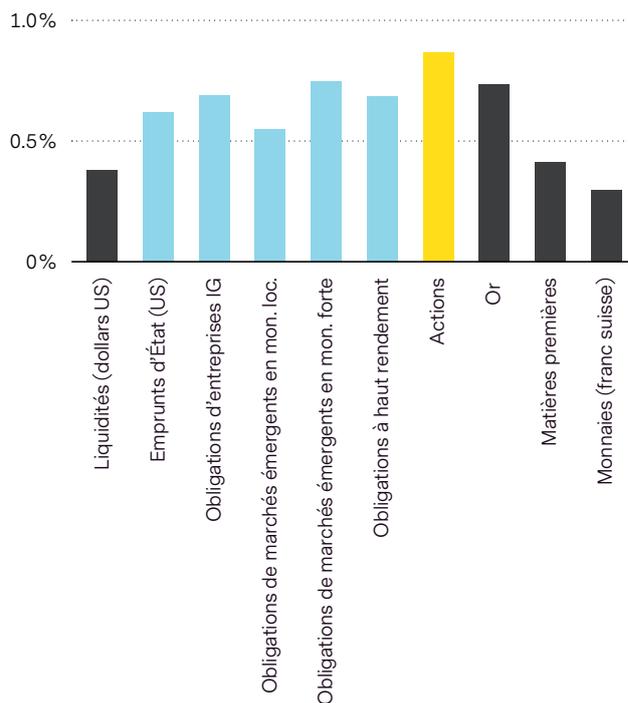
Les actions et l'immobilier peuvent tirer profit de l'inflation

Que doivent faire les investisseurs ? Il leur faudrait reconnaître le nouvel environnement inflationniste et ajuster leur planification financière. Une étude Vontobel indique que les classes d'actifs affichant des flux de revenus sous-jacents, comme les actions et l'immobilier, présentent un avantage dans un environnement inflationniste. Les entreprises peuvent généralement répercuter toute augmentation des intrants sur leurs clients, surtout si elles occupent une position de leader. Pour les gestionnaires actifs de portefeuilles, les actions de telles sociétés devraient donc pouvoir tirer leur épingle du jeu. Il en va de même pour les sociétés immobilières : liés à l'inflation, leurs revenus locatifs les protègent en période de flambée des prix.

Les actions et l'immobilier, qui sont des « actifs réels » reposant sur des éléments ayant une valeur intrinsèque – produits vendus ou surfaces louées –, s'opposent aux « actifs nominaux », tels que les titres obligataires, qui ne disposent pas des mécanismes de génération de revenus des actions ou de l'immobilier. Hormis les titres indexés sur l'inflation, les coupons y sont, en effet, fixés pour toute la durée de vie du titre. Les matières premières peuvent diversifier un portefeuille multi-actifs mais leur place reste marginale. D'autant qu'elles constituent aussi des intrants pour les entreprises, ce qui réduit leur valeur en tant que classe d'actifs autonome. Les métaux précieux comme l'or peuvent, eux aussi, constituer des éléments stabilisateurs dans un contexte multi-actifs (voir graph. 2).

Graph. 2 : Obligations et actions pour la base, or et matières premières en compléments

Rendements mensuels moyens en période d'inflation*



* Sur une période de près de 50 ans depuis 1973
Source : Global Financial Data, Refinitiv Datastream, Vontobel. Données à la fin 2021 (aucune variation significative depuis le début de 2022)

Les banquiers centraux pourraient changer la donne

Les investisseurs devraient déplacer les fonds dont ils n'ont pas immédiatement besoin vers des actifs réels. Si ces actifs peuvent être secoués à court terme, ils excellent souvent à long terme. Pour les investisseurs dépendant d'un montant fixe d'argent à la fin d'une année donnée – fonds de pension et nombreux investisseurs privés –, les actifs nominaux sont plus indiqués. Cela nous aiguille vers le bon vieux portefeuille équilibré qui était peut-être un peu passé de mode à l'époque de l'assouplissement quantitatif.

2022 « n'est pas une année dont nous nous souviendrons avec plaisir », pour reprendre un merveilleux euphémisme du discours de la Reine en 1992, mais la répartition 60/40 peut encore revenir en grâce, car la Fed a changé de cap et se dirige maintenant vers des eaux « normalisées » (c.-à-d. des taux de fonds fédéraux plus élevés). Si Élisabeth II devait se coiffer d'un chapeau d'investisseurs pour assister au Royal Ascot, elle pourrait ajouter : « Restez calmes et continuez : les portefeuilles fatigués finiront par reprendre vie, comme les pelouses sèches du château de Windsor. »

Pour préserver la valeur de leur portefeuille, les investisseurs doivent donc détenir une part importante d'actions et de fonds immobiliers. Bien que ces titres soient sujets à des fluctuations de prix (leurs revenus futurs sont difficiles à prédire), ils constituent des moteurs de valeur à long terme. Dans un portefeuille, la part de ces actifs dépend aussi de la capacité de risque de l'investisseur. Généralement, plus l'horizon d'investissement est long, moins le risque est important pour la préservation de la valeur et la résistance à l'inflation.

Les haussiers et les baissiers ont tous raison, nous restons neutres



— Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Si l'événement d'Omaha organisé par Warren Buffett pour les actionnaires est peut-être un point d'orgue pour les investisseurs, le sommet des banquiers centraux de Jackson Hole est encore plus important. À l'approche de la dernière réunion, le bruit courait que la Fed pourrait annoncer une politique moins restrictive. Cela n'a pas été le cas, mais les choses évoluent. Pour nous, l'essentiel est de rester neutre sur les obligations.

En quelques trimestres, l'inflation est passée du statut de « phénomène temporaire » à celui de « menace hantant l'économie mondiale ». Il semblerait maintenant que sa hausse ait perdu un peu de son élan, du moins aux É.-U. (voir la section Points saillants du marché, p. 6). Les prix continuent toutefois d'augmenter en Allemagne, p. ex., pour une hausse d'env. 8 % en août.

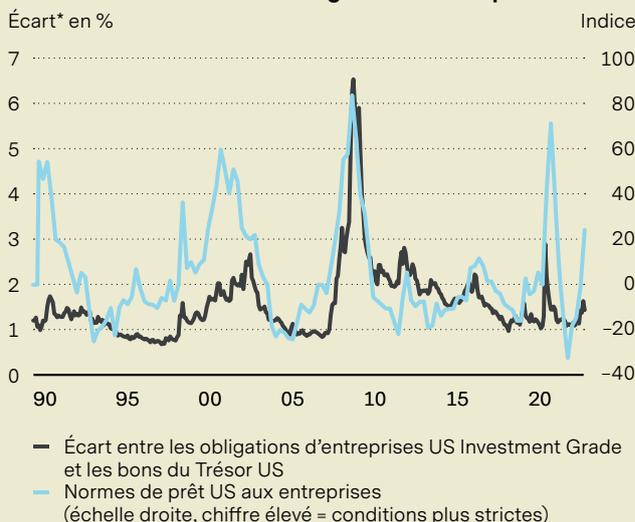
À Jackson Hole, la Fed a réaffirmé son engagement à lutter contre l'inflation, ce qui a douché les espoirs de la voir faire une pause dans sa politique de relèvement des taux. Hormis les autorités monétaires chinoises et japonaises, les autres banques centrales suivent la Fed. La Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse, p. ex., durcissent également leur politique.

Tôt ou tard, la Fed devra faire une pause pour réfléchir

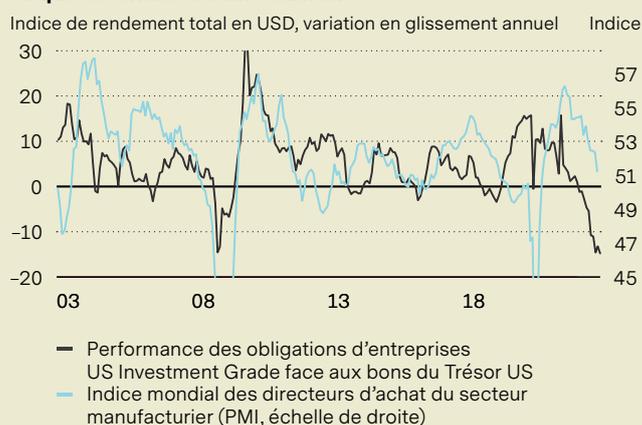
Il faudra toutefois bien que le gouverneur de la Fed, Jerome Powell, se pose et réfléchisse. Nous pensons que, après avoir répondu aux attentes des marchés, il adoucira sa rhétorique. Cela signifie qu'en 2023, peut-être, le niveau du taux des fonds fédéraux pourrait être inférieur aux projections du « dot plot » de la Fed élaboré à partir des opinions de chaque membre de son organe de fixation des taux. Les prochaines publications économiques nous en diront plus. La Fed a généralement adopté une politique monétaire plus généreuse lorsque le marché du travail se détériorait et que les indices des directeurs d'achat (PMI) passaient sous la barre des 50, or un tel scénario nous semble possible. D'autant que les anticipations d'inflation sont actuellement compatibles avec l'objectif à long terme des banques centrales (voir la section Points saillants du marché, p. 6).

Les partisans et les détracteurs des obligations ont finalement tous raison. Pour notre part, nous restons neutres sur le segment obligataire. Dans les sous-segments, nous restons surpondérés sur les emprunts d'État (par prudence, une certaine part de titres souverains peut couvrir le portefeuille), neutres sur les titres Investment Grade (pour des raisons de spread, voir graph. 1 et 2), et sous-pondérés sur les titres à haut rendement. Nous restons en outre légèrement surpondérés sur les rendements intéressants de la dette des marchés émergents en monnaies fortes.

Graph. 1 : Le durcissement des normes de prêt pour les sociétés affectent les obligations d'entreprises



Graph. 2 : Sous-performance fréquente des obligations d'entreprises quand la croissance ralentit et que les indices PMI chutent



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

* La hausse du spread des obligations d'entreprise implique une baisse de leur prix, toutes choses étant égales par ailleurs
Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Le récent rebond du marché baissier cache-t-il autre chose ?



—
Stefan Eppenberger
Head of Multi-Asset Strategy,
Vontobel

Les marchés boursiers se sont redressés ces derniers mois, mais, comme l’hirondelle du proverbe, un rebond ne fait pas le printemps. Nous observons bien un ralentissement de l’inflation, mais il faudrait que les perspectives économiques s’améliorent pour que la tendance haussière soit plus qu’un hasard.

Les marchés financiers ont profité de l’été pour reprendre leur souffle de manière parfois spectaculaire avec des actions US 14 % plus haut que leur plancher de juin. Les investisseurs ne se sont pas tous réjouis, car que beaucoup s’étaient positionnés en prévision de nouvelles difficultés. Et puis les actions mondiales restent toujours inférieures de plus de 10% à leurs niveaux de début janvier.

Nombres de reprises furent plus courtes et plus faibles

Les perspectives des marchés boursiers mondiaux restent floues. Les précédents observés pendant les périodes de faiblesse montrent que, depuis 1960, les reprises temporaires du marché ont duré en moyenne 28 jours, après une progression de 9%. Le rebond de cet été a été plus fort et plus long (voir graph. 1). Cela signifie que soit il ne s’agit pas d’un rebond du marché baissier, soit il s’agit déjà d’un fléchissement.

Trois raisons nous semblent expliquer la récente reprise. La première est que les acteurs du marché ont été trop pessimistes après la chute des prix et les réductions des objectifs de cours. Cela entraîne souvent des changements d’avis à court terme. La deuxième tient à la bonne nouvelle des prix à la consommation aux É.-U (voir la section Points saillants du marché, p. 6). Elle a alimenté l’espoir que l’inflation, en partie responsable de la correction boursière du début de l’année, diminue lentement mais sûrement, et que les banques centrales cessent de durcir leurs politiques pour garantir la stabilité des prix.

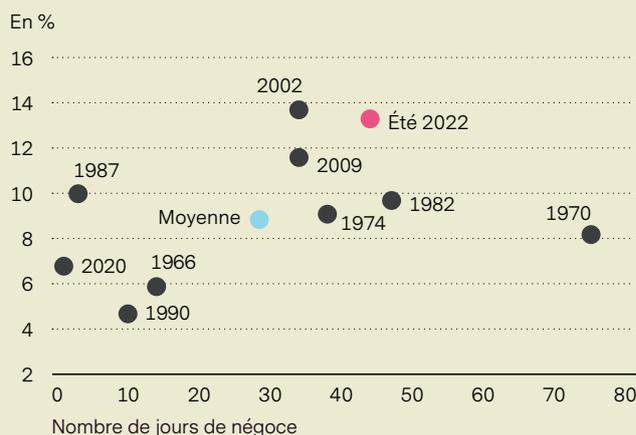
Les observateurs anticipent une hausse des taux, mais leurs estimations suggèrent une stabilisation à un niveau élevé. Le discours anti-inflation de la Fed a néanmoins affecté les mesures d’évaluation des actions telles que le ratio cours/bénéfice (voir graph. 2). Les espoirs reposent donc sur un renversement de l’inflation ainsi que sur une politique plus indulgente de la Fed. Cette combinaison avait dopé les marchés boursiers dans les années 1970, quand l’inflation était incontrôlable. Nous n’anticipons toutefois aucun signal favorable de ces deux facteurs avant la fin de l’année.

Ce sont les perspectives économiques qui comptent

Il faudrait en outre une nette amélioration des perspectives économiques mondiales, ce qui dépend, là aussi, du renoncement ou non des banques centrales ou des gouvernements à leurs politiques restrictives. Dans l’ensemble, nous anticipons un environnement difficile pour les actions qui va durer et nous restons neutres.

Graph. 1 : Quand les hausses s’affichent dans un marché hanté par la baisse

Hausse de l’indice S&P 500 lors des baisses des marchés boursiers depuis 1960



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : La reprise boursière de l’été 2022 mise sur des politiques monétaires moins restrictives

Ratio cours/bénéfices(C/B) Taux d’intérêt directeur US anticipé en %



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Nous tirons notre chapeau mais demeurons vigilants



—
Stefan Eppenberger
Head of Multi-Asset Strategy,
Vontobel

Après leur flambée du début de l'année, les prix des matières premières sont revenus à des niveaux plus raisonnables depuis juin. Cette tendance baissière semble devoir persister dans un contexte d'inflation galopante et de faible consommation, notamment en Chine.

Malgré leur récente baisse, les matières premières restent la classe d'actifs la plus performante de 2022. Incertitude géopolitique (Ukraine), contraintes d'approvisionnement en matières premières (gaz russe), faibles niveaux de stocks et possibilité d'une augmentation de la demande quand les températures extérieures de l'hémisphère nord baisseront : les étoiles restent alignées pour l'énergie et la plupart des autres composantes de l'indice Bloomberg des matières premières.

Les prix de nombreuses matières premières ont toutefois nettement reculé depuis juin. Cela tient à trois raisons principales. La première : les taux d'inflation semblent diminuer, notamment aux É.-U. (voir la section Points saillants du marché, p. 6). Si tel est le cas, la demande portant sur les matières premières devrait diminuer dans les mois à venir, car moins l'inflation nuit aux portefeuilles,

moins les investisseurs sont enclins à recourir aux titres énergétiques et autres pour se couvrir (voir graph. 1).

Ensuite, le ralentissement de l'économie mondiale et les prix élevés des matières premières freinent la demande. Les mesures monétaires et budgétaires plus restrictives ont récemment initié une baisse des indicateurs économiques avancés. L'inflation élevée affecte aussi le moral des consommateurs. Aux É.-U., p. ex., la demande d'essence est inférieure aux niveaux pré-pandémiques. Idem pour la consommation de kérosène du secteur aérien.

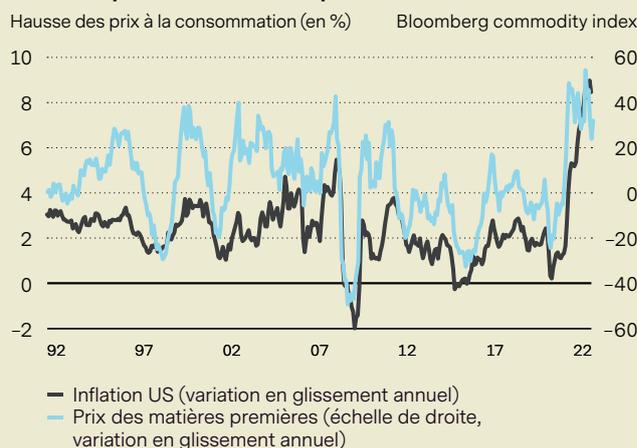
Difficultés de la construction chinoise

La troisième raison est la plus importante : l'attraction gravitationnelle de la Chine sur les prix. Le ralentissement économique, notamment dans la construction, a considérablement réduit l'appétit du plus grand consommateur de métaux. La construction chinoise s'est presque effondrée l'année dernière, en partie à cause des mesures visant à limiter l'endettement des ménages. L'évolution des importations totales chinoises laisse présager de nouvelles difficultés pour les prix des matières premières (voir graph. 2).

Remise en cause du soutien de l'offre

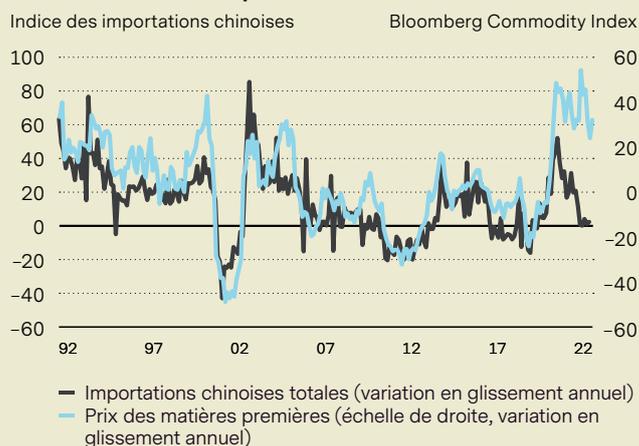
La perspective d'une hausse continue de la valeur de rareté de l'énergie s'est, quant à elle, révélée prématurée. En Europe, après avoir plus que triplé cet été, le gaz ne devrait pas augmenter beaucoup plus. La production pétrolière russe a, en outre, étonnamment bien résisté face à divers acheteurs. Pour l'offre, la situation ne semble donc plus aussi favorable qu'il y a seulement quelques mois.

Graph. 1 : Après le pic d'inflation, la demande de matières premières en tant que couverture diminue



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : L'énergie et les métaux perdent de leur éclat avec la baisse des importations chinoises



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

La paire dollar US / franc suisse est incontournable



—
Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Le dollar US profite des inquiétudes économiques et géopolitiques de cette année. Autre gagnant : le franc suisse, dont la récente chute sous la parité face à l'euro aurait alarmé les entreprises suisses il y a encore peu. Sur le fond, la tendance haussière de la monnaie nous semble justifiée.

Depuis le début de l'année, les craintes d'une stagflation conjuguant hausse de l'inflation et faible croissance braquent les projecteurs sur le dollar US, qui fait partie des valeurs refuges préférées. La force du billet vert devrait perdurer encore un temps. Dans son sillage, mais pour des raisons légèrement différentes, le dollar canadien s'est apprécié face aux autres devises. Les monnaies européennes ont en revanche pâti des inquiétudes liées à l'énergie et le yen japonais a, lui, été pénalisé par la poursuite d'une politique monétaire généreuse de la part de la Banque du Japon (voir graph. 1).

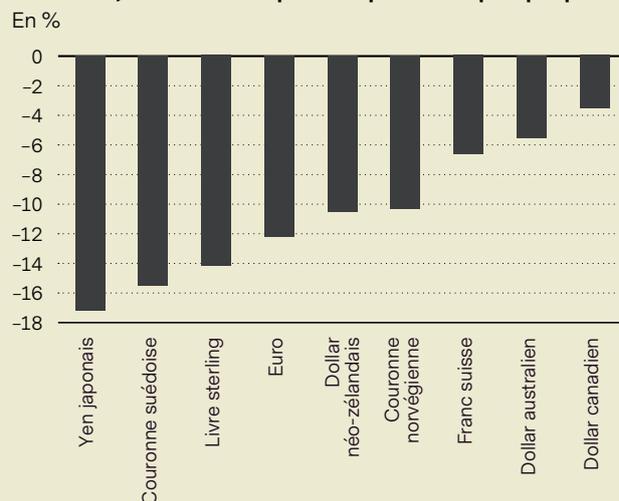
La parité euro / franc ne représente plus un seuil à ne pas franchir

Comme le dollar, cela fait des mois que le franc suisse s'apprécie. Et comme le billet vert, le franc suisse devrait continuer à performer, notamment face à l'euro. Il s'est solidement établi sous de la parité avec l'euro, et ce sans provoquer de bouleversements sur les marchés des changes.

En 2015, lorsqu'il avait franchi pour la dernière fois cette limite, il nous semblait surévalué. Ce n'est plus le cas. Aujourd'hui, la monnaie semble plus proche de sa juste valeur (de 0,88 CHF/euro) et pourrait même prolonger son parcours haussier. Notre modèle d'évaluation basé sur la parité du pouvoir d'achat reflète certains éléments favorables au franc. Les taux d'inflation de la zone euro sont, p. ex., beaucoup plus élevés qu'en Suisse. En Allemagne, les prix à la production ont augmenté de 37% en juillet en glissement annuel, contre 4% en Suisse (voir graph. 2). L'économie allemande a en outre subi de graves problèmes de chaîne logistique. En termes relatifs, la compétitivité de l'Allemagne a donc diminué face à la Suisse.

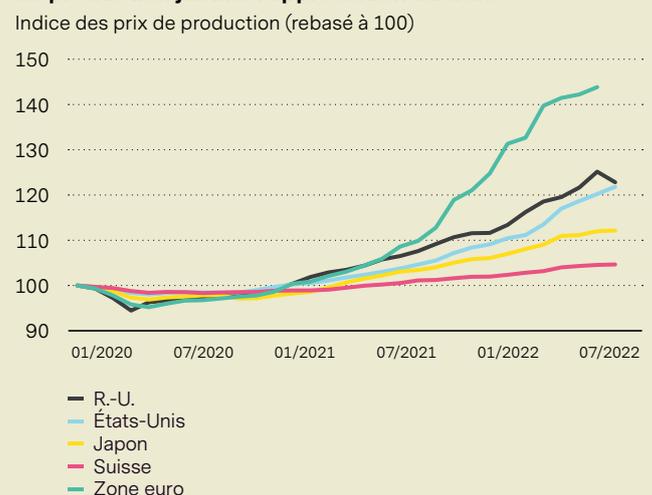
Il y a deux grandes inconnues sur le marché européen des changes. Première inconnue : la BCE pourrait continuer à suivre le durcissement agressif de la Fed. Seconde inconnue : toute nouvelle réduction des livraisons de gaz russe pourrait désorganiser l'économie allemande et contraindre la BCE à faire marche arrière. Et bien sûr, la question demeure de savoir si la Fed poursuivra ses relèvements.

Graph. 1 : Le yen et les monnaies européennes perdent du terrain, leur faiblesse pourrait persister quelque peu



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : En Suisse, la hausse modérée des prix de production justifie l'appréciation du franc



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2020 – 2023

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 2020 à 2021, ainsi que les prévisions du consensus pour 2022 et 2023.

PIB (EN %)	2020	2021	ACTUEL ¹	CONSEN- SUS 2022	CONSEN- SUS 2023
Mondial (G20)	-2,6	5,2	0,8	2,4	2,5
Zone euro	-6,3	5,3	0,6	2,8	0,8
États-Unis	-3,4	5,7	1,7	1,7	1,1
Japon	-4,7	1,8	1,1	1,5	1,6
R.-U.	-9,3	7,2	-0,1	3,5	0,1
Suisse	-2,5	3,8	4,5	2,4	1,4
Australie	-2,1	4,9	0,8	4	2,3
Chine	2,2	8,1	-2,6	3,5	5,2

INFLATION	2020	2021	ACTUEL ²	CONSEN- SUS 2022	CONSEN- SUS 2023
Mondial (G20)	1,7	3,3	7,3	7,0	4,2
Zone euro	0,3	2,6	8,9	7,9	4,1
États-Unis	1,2	4,7	8,5	8,0	3,7
Japon	0,0	-0,3	2,6	2,0	1,3
R.-U.	0,9	2,6	10,1	9,3	6,4
Suisse	-0,7	0,6	3,4	2,8	1,5
Australie	0,9	2,9	6,1	6,1	4,0
Chine	2,5	0,9	2,7	2,3	2,3

TAUX DE LA BANQUE CENTRALE (EN %)	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	-0,50	0,00	1,06	1,30
USD	1,75	0,25	2,50	3,60	3,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
GBP	0,75	0,25	1,75	2,50	2,45
CHF	-0,69	-0,76	-0,25	0,48	0,68
AUD	0,75	0,10	1,85	2,85	3,00
CNY	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN %)	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,6	-0,2	1,53	1,26	1,29
USD	0,9	1,5	3,11	3,06	2,96
JPY	0,0	0,1	0,25	0,22	0,22
GBP	0,2	1,0	2,60	2,21	1,96
CHF	-0,5	-0,1	0,96	0,97	1,29
AUD	1,0	1,7	3,67	3,58	3,29

TAUX DE CHANGE	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2023
CHF/EUR	1,08	1,04	0,96	0,98	1,04
CHF/USD	0,88	0,91	0,97	0,96	0,95
CHF/100 JPY	0,86	0,79	0,70	0,73	0,76
CHF/GBP	1,21	1,23	1,13	1,15	1,18
USD/EUR	1,22	1,14	0,99	1,02	1,1
JPY/USD	103	115	139	132	124
USD/AUD	0,77	0,73	0,69	0,70	0,75
GBP/EUR	0,90	0,84	0,85	0,85	0,87
CNY/USD	6,51	6,37	6,92	6,76	6,68

MATIÈRES PREMIÈRES	2020	2021	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	52	78	101	104	91,5
Or, USD par once troy	1898	1822	1722	1800	1850
Cuivre, USD par tonne métrique	7 749	9 740	8 161	8 800	9 042

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source : Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 29.08.2022

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

