

Les marchés émergents verront-ils la lumière?

Quality Growth Boutique

Octobre 2020



Ben Falcone
Head of Client
Portfolio Manager
25 ans dans le secteur
6 ans chez Vontobel

4
L'histoire de la consommation des ME
demeure intacte

8
Un dollar US fort pourrait constituer un
vent défavorable pour les ME

12
La pandémie de Covid-19 mettra-t-elle
davantage sous pression les marchés
émergents?

14
Évaluations attractives

Les ME verront-ils la lumière?



La fleur de lotus, dans de nombreuses cultures, en particulier dans les religions orientales, symbolise l'éveil et la renaissance. Chaque matin, le lotus se dresse dans la vase et la boue pour fleurir à la surface de l'eau.

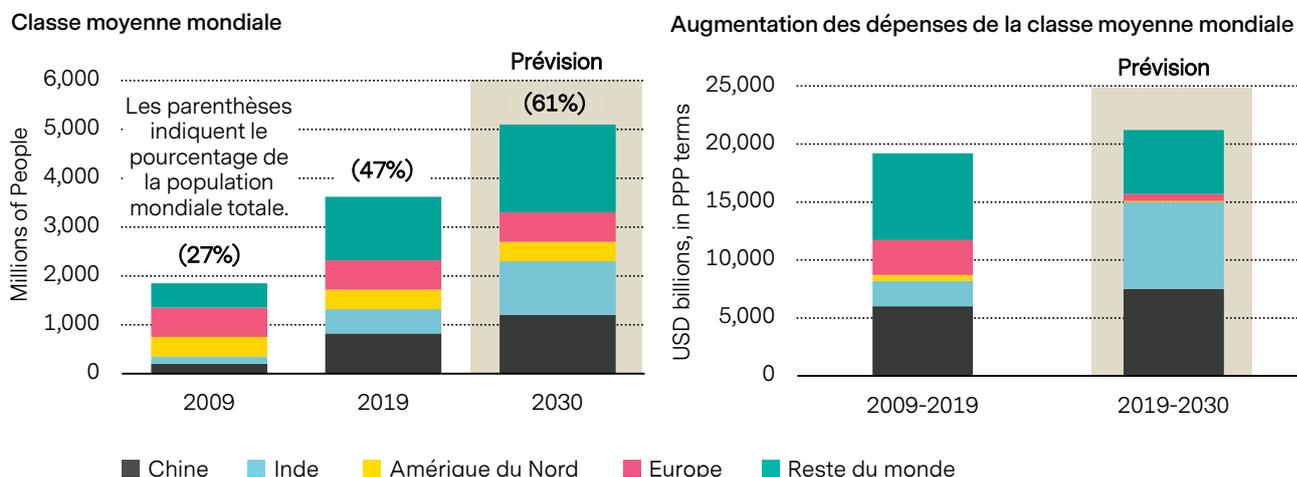
À l'instar du lotus, les pays en voie de développement sont en proie à des conditions difficiles. Ils sont exposés aux scandales politiques, aux déficits et à l'inflation, aux chocs pétroliers et aux fluctuations monétaires. Lors de la dernière décennie, l'indice général des actions des marchés émergents n'a pas maintenu la cadence des marchés développés et, aujourd'hui, de nombreuses économies semblent mal armées face à la pandémie. Les marchés émergents vont-ils à nouveau s'épanouir?

L'histoire de la consommation des ME demeure intacte

Au cours des 10 dernières années, les marchés émergents ont enregistré une croissance globale du PIB de 5% par an en moyenne, ce qui dépasse largement les quelque 2% de croissance des pays développés¹. La consommation intérieure a été soutenue par une classe moyenne montante mieux rémunérée, ce qui a été l'un des traits caractéristiques structurels dominants et

persistants dans l'histoire de la croissance des pays émergents. Les événements de 2020 ont bouleversé les habitudes et schémas actuels, mais l'histoire de la croissance sur le long terme, prise dans une perspective de 5 à 10 ans, demeure intacte.

Graphique 1: La hausse de la tranche de population à revenu moyen et l'accroissement des dépenses devraient



Un ménage est considéré comme faisant partie de la classe moyenne lorsque sa capacité de dépense se situe entre 11 et 110 dollars par jour et par personne (mesuré en matière de parité de pouvoir d'achat, ou PPA).

¹Source: FMI

²Source: Recherche CaixaBank, sur la base des estimations de Homi Kharas. www.caixabankresearch.com «The Emergence of the Middle Class: An Emerging Market Phenomenon», Claudia Canals, 16 septembre 2019 | Rapport mensuel – Dossier.

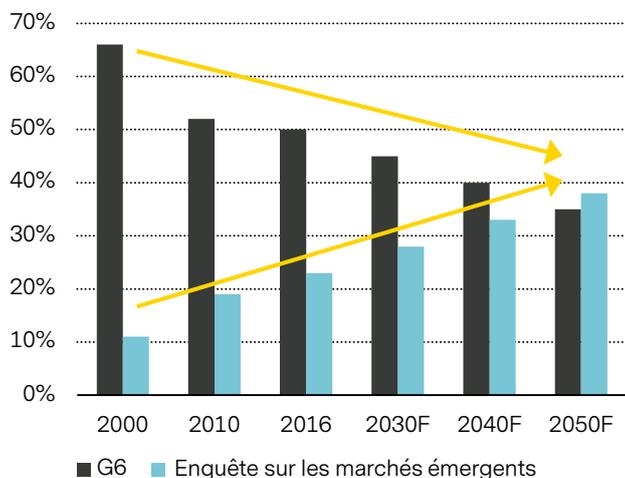


L'augmentation des dépenses alimente la demande de meilleurs logements, de produits et de biens de consommation discrétionnaires dont jouit une classe moyenne grandissante. Les dépenses dans les ME devraient augmenter plus vite que la croissance économique mondiale; et dans les économies développées, la croissance de la consommation devrait s'aligner sur celle du PIB.

La consommation joue toujours un rôle plus important dans la croissance du PIB des grands pays BRIC, ainsi qu'en Indonésie, au Mexique, en Turquie et en Afrique du Sud. Selon toute prévision, elle augmentera encore au cours des prochaines décennies.

Graphique 2: La consommation demeurera le moteur de la croissance des marchés émergents

Répartition de la consommation mondiale entre le G6 et une sélection de pays émergents



Sélection de quelques pays émergents: Brésil, Chine, Inde, Indonésie, Russie, Mexique, Turquie, Afrique du Sud
 Source: Banque mondiale (Indicateurs du développement mondial); Institut de recherche du Crédit Suisse «Emerging Market Consumer Survey 2018». L'Institut de recherche du Crédit Suisse est un think tank interne du Crédit Suisse. www.credit-suisse.com/researchinstitute.

Les ME augmentent leurs dépenses discrétionnaires

Une vague de jeunes consommateurs, surtout en Asie, déferle sur le marché du luxe. C'est une population citadine technophile souhaitant des produits premium symbolisant son statut social. On assiste ainsi dans les ME à une transition vers des dépenses discrétionnaires et ambitieuses des consommateurs et une demande correspondante de marques fortes.

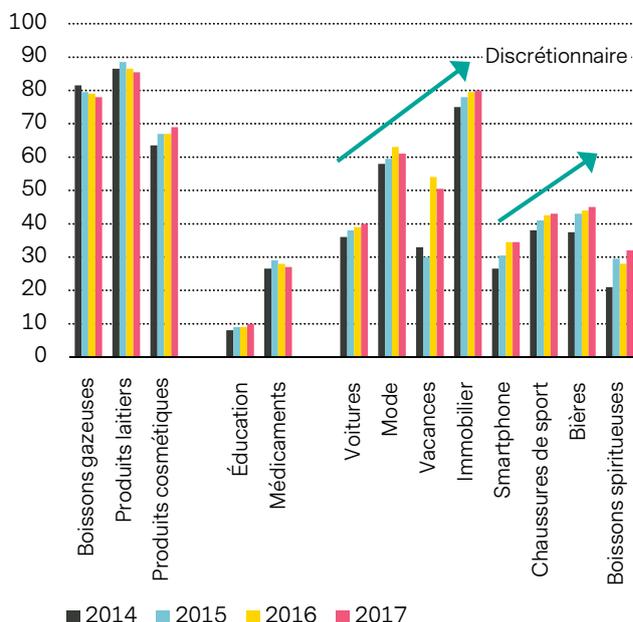
Les marques mondiales de sport Nike et Adidas sont devenues des classiques dans de nombreux pays émergents. Les chaînes américaines de fast-food comme KFC, Pizza Hut et Taco Bell (Yum China) ont intégré la culture populaire et la vie quotidienne des consommateurs chinois.

Au Brésil, malgré le ralentissement économique, les consommateurs convoitent toujours les marques à forte notoriété. L'acteur de mode éphémère Lojas Renner propose de la mode jeune (Youcom) et des articles de maison (Camicado), mais avec 30% de remise aux acteurs mondiaux. Des délais plus courts lui permettent de fournir une mode plus adaptée à sa clientèle cible. Résultat: les ventes dans les mêmes magasins ont continué à dépasser le marché. Cette stratégie a permis au détaillant de vêtements brésilien de doubler sa part de marché.

En Inde, le secteur de la peinture est prêt à saisir les futures opportunités de croissance structurelle. Dans un contexte de tendance à la rénovation des maisons, les dépenses de peinture par habitant vont augmenter. L'acteur dominant Asian Paints est en passe de prendre des parts de marché alors que l'Inde se tourne vers un secteur de la peinture plus structuré au lieu de petits acteurs indépendants. Avec sa production nationale à moindre coût, sa marque forte, son pouvoir de fixation des prix, sa chaîne d'approvisionnement et ses réseaux de distribution inégaux, Asian Paints pourrait afficher une forte croissance de ses bénéfices pendant des décennies.

Graphique 3: Les dépenses discrétionnaires des consommateurs sont en hausse dans les ME

Achats des consommateurs durant les 3 à 12 derniers mois de chaque année



Source: Banque mondiale (Indicateurs du développement mondial); Institut de recherche du Crédit Suisse «Emerging Market Consumer Survey 2018». L'Institut de recherche du Crédit Suisse est un think tank interne du Crédit Suisse. www.credit-suisse.com/researchinstitute.

Quel sera l'impact du covid-19 sur la consommation dans les ME?

Le covid-19 n'a pas modifié les prévisions de croissance de la consommation à long terme dans les marchés émergents.

Dans de nombreuses industries, le covid-19 a été le moteur de changements structurels. À titre d'exemple, le commerce en ligne a supplanté, depuis des décennies, le commerce dans les boutiques physiques, tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. Néanmoins, même sur les marchés où la pénétration du commerce électronique est relativement forte, une partie de la population a encore été lente à s'adapter. Par la force des choses, le covid-19 a contraint les consommateurs méfants à essayer des canaux de livraison et des services de paiement en ligne, au profit d'entreprises comme Alibaba. Si le consommateur garde une bonne impression de son expérience d'achat, le commerce électronique prendra probablement un essor plus prononcé.

La vente au détail dématérialisée est également pertinente pour les entreprises de manufacture de produits. Unilever, qui tire plus de la moitié de ses revenus des marchés émergents, a réalisé des investissements et des améliorations au niveau de l'expérience de shopping en ligne, l'emballage et le transport, les publicités ciblées pour les consommateurs en ligne, et a affiné ses gammes de prix et ses marges. Cet investissement sur le marché en ligne a été amorcé il y a quelques années déjà et le covid-19 ne fait que mettre en évidence les avantages. Inversement, les entreprises qui ont pris du retard dans l'évolution vers le commerce électronique sont probablement plus mal positionnées aujourd'hui.

L'offre d'enseignement en ligne a également connu un bond étant donné la tendance croissante à l'implantation de salles de classe virtuelles pendant la pandémie. Alors que les parents et les enseignants découvrent progressivement le potentiel des nouvelles technologies, ils constatent aux premières loges le rôle bénéfique qu'elles peuvent jouer dans l'éducation en offrant une meilleure gestion des ressources limitées et des salles de classe plus grandes. L'efficacité de l'apprentissage en ligne sera de toute évidence reconnue à long terme dans certaines situations, du lycée à l'université.

La Chine, en particulier, constate également une hausse de la préparation aux catastrophes, de la télémédecine et des divertissements en ligne. De nombreuses mutations dans le comportement des consommateurs et les activités commerciales seront probablement durables.

**«Le covid-19 n'a pas
modifié les prévisions
de croissance de la
consommation à long
terme dans les
marchés émergents.»**

Un dollar américain fort pourrait constituer un vent défavorable pour les ME

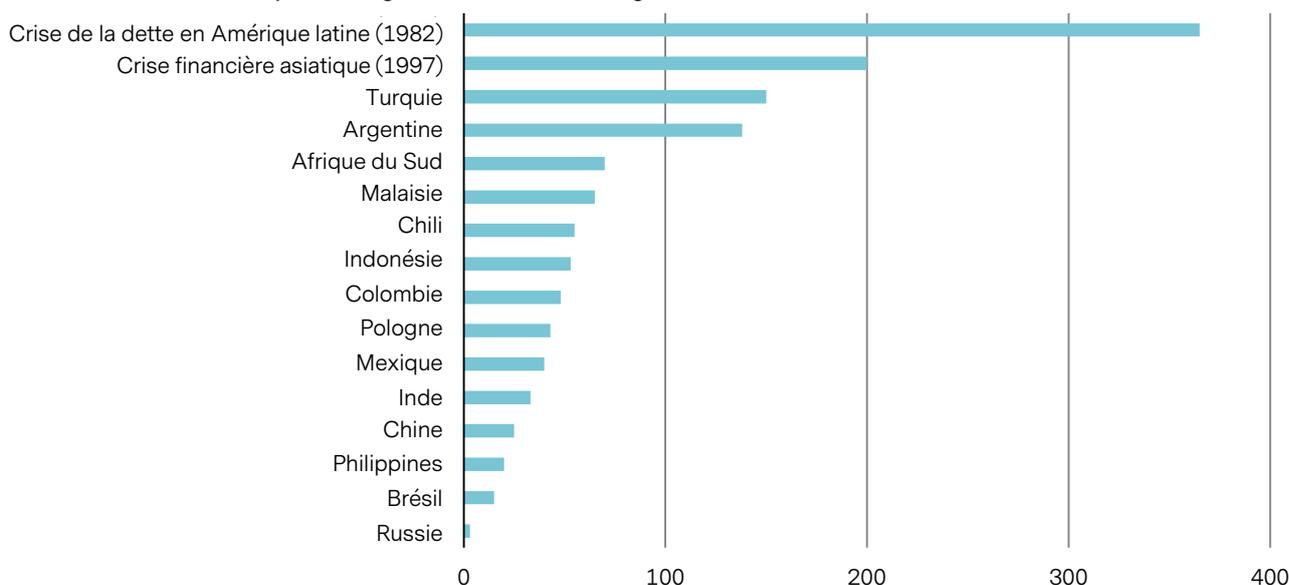
Alors qu'une croissance constante de la consommation constitue un vent arrière pour la croissance dans les ME, la force du dollar US a été par le passé un vent défavorable notable pour la classe d'actifs en général. Pour les investisseurs basés aux États-Unis, une monnaie plus forte est synonyme d'affaiblissement des rendements, mais elle peut aussi avoir un impact négatif sur la croissance économique.

Par le passé, les pays émergents se sont de plus en plus appuyés sur la dette extérieure pour leur financement (emprunts auprès de bailleurs de fonds étrangers,

principalement en USD). La dette extérieure a largement dépassé à certains moments, dans les années 1980 et 1990, les réserves de change des pays émergents (voir graph. 4). Les phases de hausse du dollar ont donc provoqué une augmentation du service de la dette, étranglant la croissance économique. À titre d'exemple, les cycles de hausse du dollar, au début des années 1980 et au milieu des années 1990, ont coïncidé avec de longues périodes, sur plusieurs années, de croissance du PIB des marchés émergents inférieure à celle des économies avancées¹.

Graphique 4: Les marchés émergents ont été plus résistants aux chocs externes que lors des précédentes crises²

Dette extérieure brute en pourcentage des réserves de change



¹Source: Data Mapper du FMI

²Source: The Financial Times Limited 2020, 4 novembre 2018. James Kynge «Emerging markets become more able to withstand a crisis; Developing economies appear more robust, but China slowdown is biggest threat»; «Emerging market debt: a case for concern?»

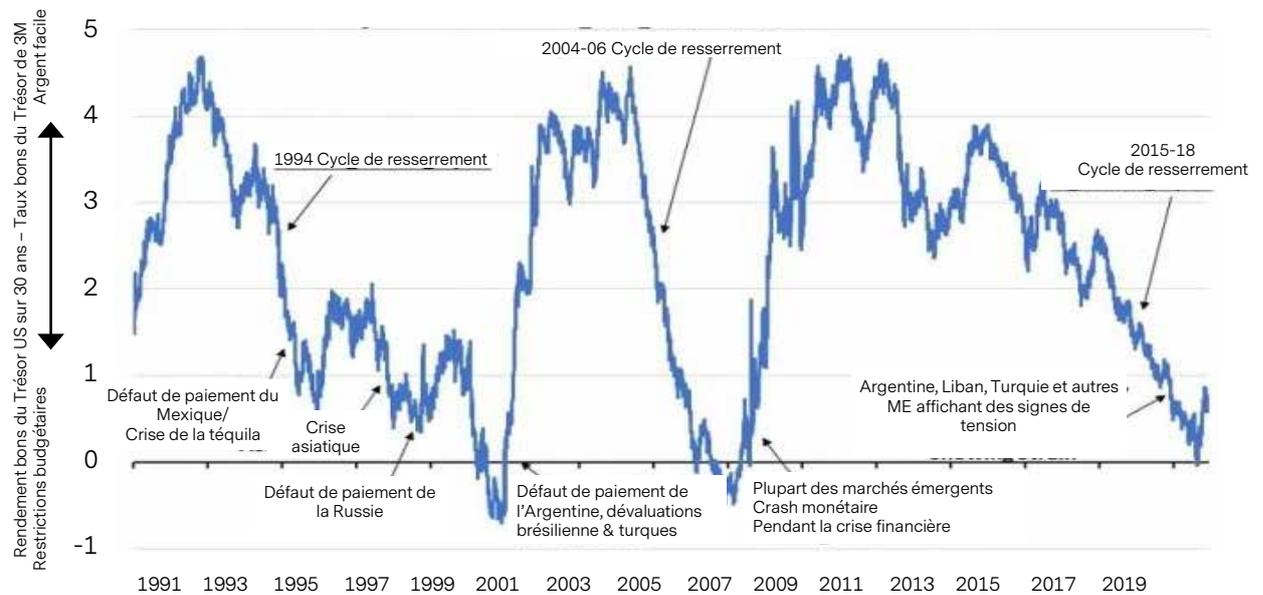


Le niveau du dollar étant généralement corrélé aux changements de politique de la Réserve fédérale américaine, l'histoire a enseigné aux investisseurs que les crises dans les pays émergents surviennent généralement après des périodes prolongées de resserrement de la Fed et de hausse du dollar, et frappent rarement après des périodes de politique monétaire souple.

Le graphique 5 illustre comment la crise de la tequila, la crise financière asiatique et la crise du défaut de paiement de la Russie sont survenus à la suite des cycles de resserrement de la Fed et de force persistante du dollar. Pendant ces épisodes et immédiatement après, la croissance du PIB des marchés émergents a chuté à un nombre inférieur à celui des économies avancées (FMI).

Graphique 5: Le resserrement de la Fed et l'impact du dollar sur les pays émergents se sont atténués depuis les années 1990

Politiques de la Fed et crises de la dette dans les ME



Source: The Financial Times Limited 2020, 10 janvier 2020. Erik Norland «Opinion: Beyond BRICs; emerging market debt: a case for concern?»

Depuis la fin des années 1990 et dans le sillage de la mondialisation, l'économie des pays émergents n'a cessé de s'ancrer davantage dans l'économie mondiale. Les pays émergents ont fait preuve d'une plus grande prudence, adoptant une réglementation optimisée et des politiques budgétaires disciplinées et certains, qui ne l'avaient pas fait auparavant, ont adopté un régime de taux flottant pour leur monnaie. Des politiques plus pérennes et une plus grande stabilité ont permis, au fil des années, de réduire la dépendance à l'égard de la dette extérieure. Ainsi, comme l'illustre également le graphique 4, l'exposition à la dette extérieure de nombreux pays est plus gérable que par le passé. (À l'exception de la Turquie et de l'Argentine: toutes deux ont été des cas aberrants en matière d'exposition accrue à la dette extérieure en raison de l'échec des politiques de libéralisation menées par le passé, d'une incapacité à restructurer les dettes passées, de recours à des prêts en dollars moins chers après la crise financière mondiale, d'augmentation des droits de douane et de sanctions économiques contre les dirigeants).

Au cours du dernier cycle de resserrement de la Fed (2015-2018) et de hausse du dollar, les tensions au sein des marchés émergents se sont cantonnées, en grande partie, à l'Argentine et à la Turquie. Les grandes économies sous-jacentes à cette classe d'actifs ont fait preuve d'une plus grande résilience et la croissance du PIB du groupe dans son ensemble est demeurée supérieure à celle des économies avancées au cours des 20 dernières années. Ce n'était pas le cas pour les périodes ayant précédé ces 20 dernières années.

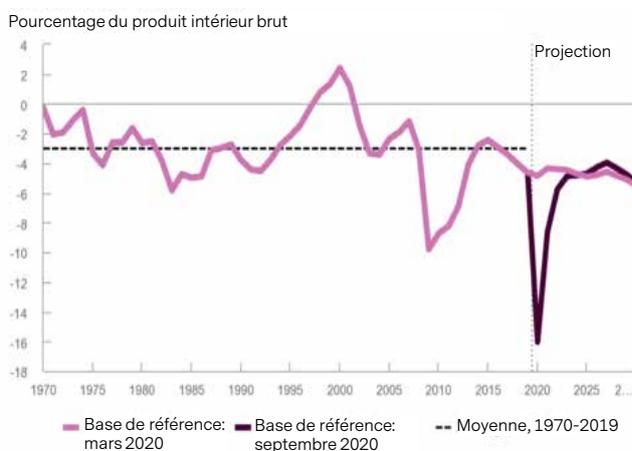
Le dollar a eu un impact économique moindre sur les pays en voie de développement?

Mais pour les personnes investissant dans des véhicules libellés en dollars, son impact reste au niveau des performances financières et il a soufflé en vent contraire ces dernières années. La persistance de la vigueur du dollar s'est poursuivie par une poussée en mars 2020, avec des investisseurs se ruant sur des valeurs refuges dans le contexte de la pandémie de coronavirus. Mais le dollar a fini par s'affaiblir pour les raisons suivantes:

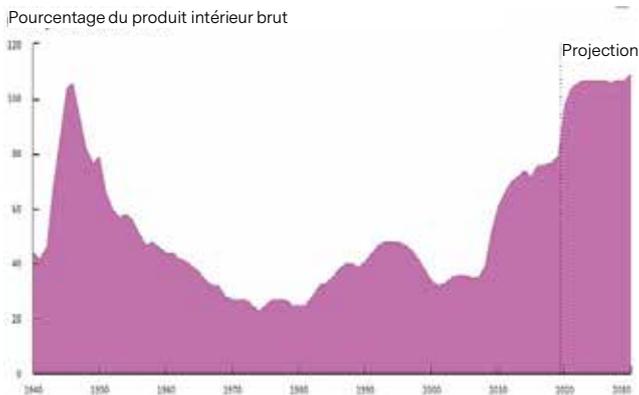
- L'attractivité des actifs américains a chuté en raison d'une politique de taux avoisinant zéro et les achats d'actifs ont réduit les rendements à 10 ans ajustés sur la base du taux d'inflation.
- La Fed s'est engagée à assurer un apport illimité de liquidités pour soutenir une économie en difficulté et a accepté une politique de «ciblage de l'inflation moyenne» lui permettant de dépasser «modérément» son objectif de 2% «pendant un certain temps» avant d'ajuster les taux.
- La perception des investisseurs est que la réponse des États-Unis est moins adéquate que celle des autres économies.
- Le déficit (exprimé en % du PIB) enregistré en 2020 sera le plus important depuis 1945. La dette fédérale s'est envolée cette année et cette tendance à la hausse va probablement se confirmer plusieurs fois dans les 10 prochaines années. À compter de 2023, la dette aura atteint des sommets inégalés dans l'histoire de la nation.

Graphique 6: Dollar américain: vent de dos ou vent contraire?

Les déficits de la ligne de base des CBO de septembre 2020 par rapport à la ligne de base en date de mars 2020



Dette fédérale détenue par le public

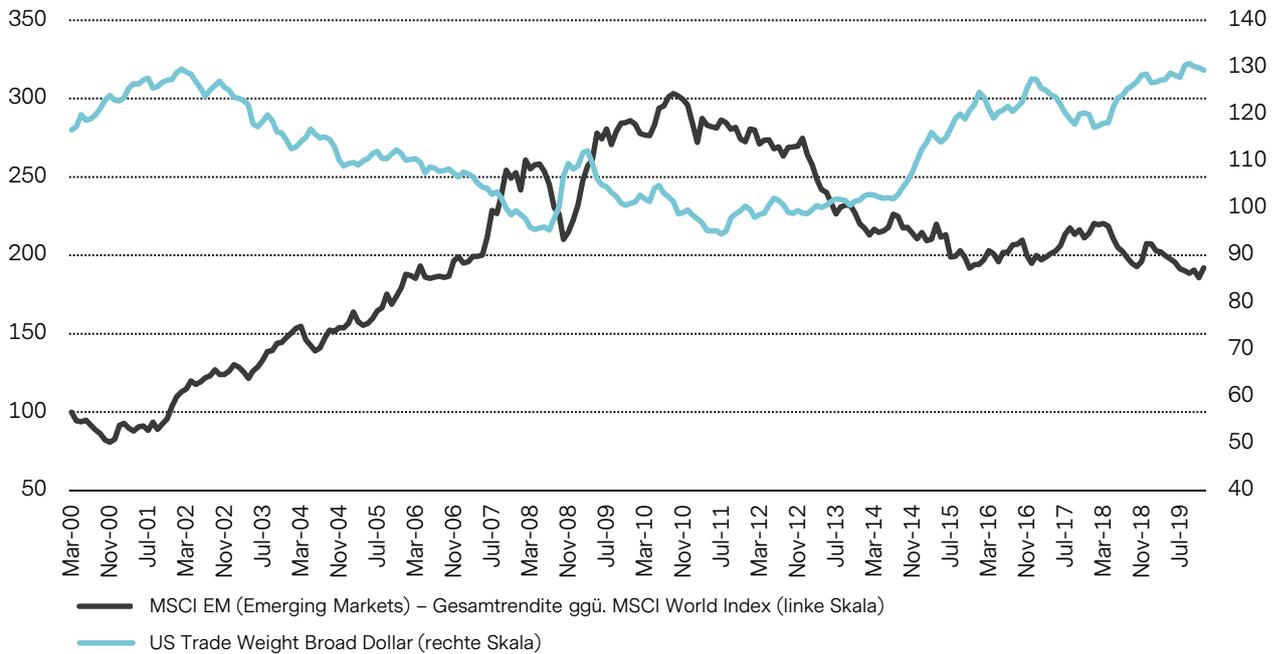


Source: «Congressional Budget Office, Non Partisan Analysis for US Congress». «An Update to Budget Outlook 2020-2030» https://www.cbo.gov/publication/56542#_idTextAnchor020 Graphiques 1 et 3.

Les taux de change, de toute évidence, peuvent avoir une incidence très salutaire ou inversement, très préjudiciable pour les rendements. Dans un environnement macroéco-

nomique complexe, l'exposition aux marchés émergents peut permettre de se prémunir efficacement contre le risque de dépréciation du dollar.

Graphique 7: La force du dollar a eu un impact significatif sur les rendements de la dernière décennie



Source: FactSet.

Les performances passées ne présagent pas des résultats futurs.

L'indice global du dollar américain pondéré par le commerce est fondé sur la moyenne pondérée de la valeur du dollar américain par rapport aux devises d'un large groupe constitué des grands partenaires commerciaux des États-Unis. L'indice prend pour base janvier 1997.

Comme exposé dans le graphique 7, un billet vert considérablement plus faible entre 2001 et 2008 a nourri une augmentation des rendements élevés des pays émergents durant cette période. Toutefois, le dollar américain s'est valorisé ces 10 dernières années, ce qui

s'est répercuté de manière préjudiciable sur les rendements américains pour les investisseurs des marchés émergents. Pour les raisons évoquées plus haut, ce vent arrière pourrait être moins marqué dans les années à venir.

La pandémie de covid-19 mettra-t-elle davantage sous pression les marchés émergents?

La pandémie de covid-19 a démarré en Chine, mais son impact profond s'est étendu à toutes les économies mondiales. Le taux d'incidence total de la maladie rapporté à un million de personnes, dans de nombreux grands pays asiatiques, comme la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, a été nettement inférieur à celui des pays occidentaux développés tels que la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (selon le Centre européen de prévention et de contrôle des maladies [ECDC]).

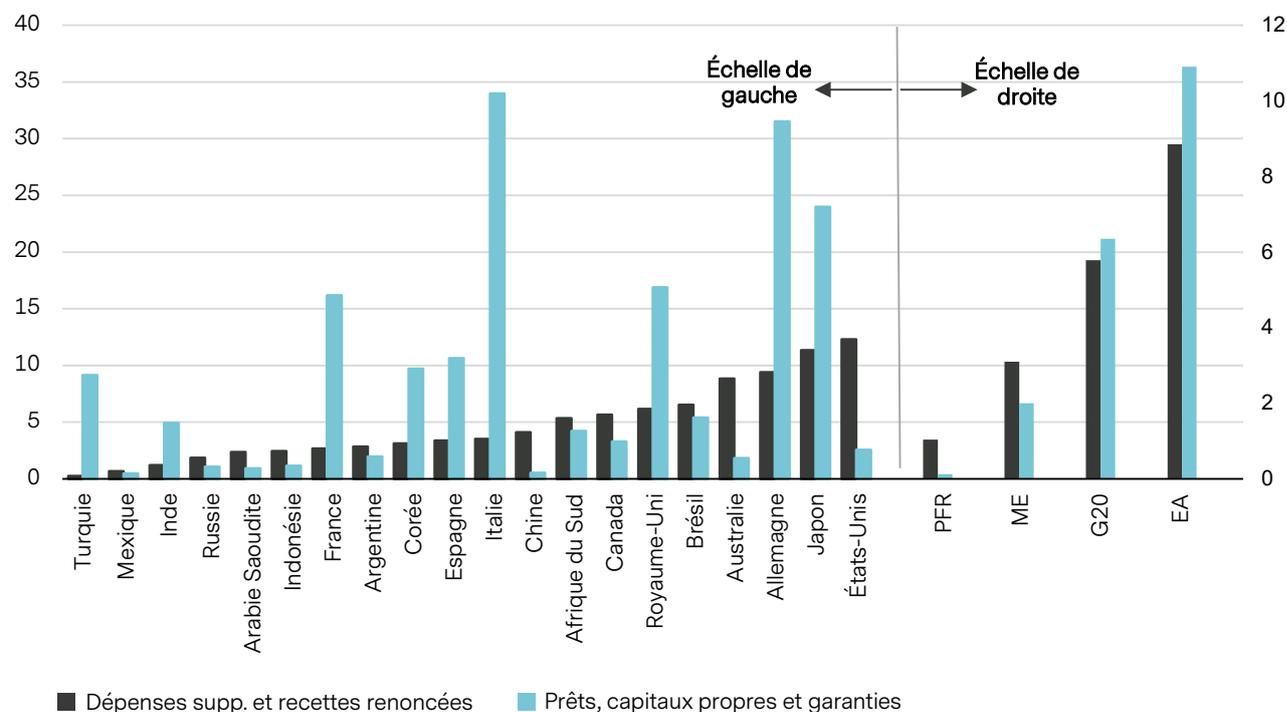
Dans les ME, les pays qui ont eu un taux d'infection plus élevé, comme l'Inde, sont malheureusement ceux où une grande frange de la population vit sous le seuil de pauvreté. Il est donc très difficile de décréter des quarantaines et des mises à l'arrêt de l'économie plus longues alors que la plupart des gens vivent au jour le jour. En conséquence, un certain nombre d'économies de ME ont été moins touchées ou ne sont tout simplement

pas en mesure d'encaisser de plus longues périodes d'arrêt économique.

Un autre facteur pertinent pour comparer l'impact du covid-19 sur diverses économies est la capacité des États à mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire. Pour contrer les effets du covid-19, les économies avancées ont lancé des plans de relance d'une envergure beaucoup plus vaste, en matière de pourcentage du PIB, que les économies de marché émergentes (voir graph. 8 ci-dessous).

Il existe des exceptions: le plan de relance du Brésil, en termes relatifs, a été plus important. À court terme, ces mesures de relance ont servi de soupape pour soutenir la croissance économique. Toutefois, sur le long terme, on peut avancer que la charge financière de nombreux pays émergents due au covid-19 sera moins lourde.

Graphique 8: Synthèse des mesures budgétaires adoptées face au covid-19 (% du PIB)



Source: estimations des autorités nationales et des services du FMI. Note: les données sont celles du 12 juin 2020. La pondération des groupes de pays se fait sur la base de leur PIB en dollars US courants corrigés de la parité des pouvoirs d'achat. Les mesures de recettes et de dépenses excluent les impôts différés et les paiements anticipés. Pour plus de détails, veuillez vous reporter à la base de données de la revue financière sur les mesures budgétaires des pays en réponse à la pandémie de covid-19. EA = économies avancées ; ME = marchés émergents ; G20 = groupe des vingt ; PFR = pays en développement à faible revenu.



Malgré un soutien à la relance moindre, les analystes prévoient que les économies émergentes se contracteront moins que les économies avancées en 2020, et se redresseront encore plus vite en 2021, comme le révèlent les dernières projections du FMI sur la croissance mondiale du PIB réel (graph. 9). Bien que

chaque pays demeure confronté à ses défis spécifiques, les marchés émergents ont globalement adopté une approche plutôt conservatrice dans leurs mesures de relance et restent prudents dans la gestion de leurs finances.

Graphique 9: Dernières projections de croissance des perspectives de l'économie mondiale

Variation annuelle basée sur le pourcentage du PIB réel

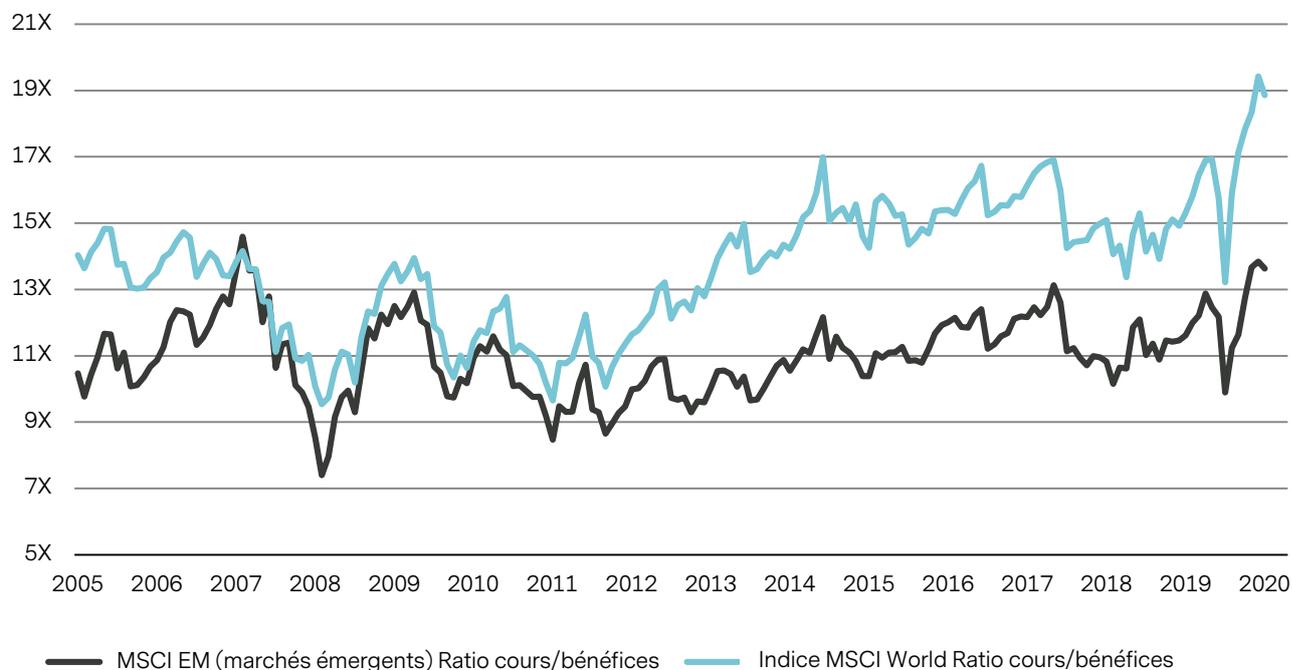
	PROJECTIONS				PROJECTIONS		
	2019	2020	2021		2019	2020	2021
Production mondiale	2,9	-4,9	5,4				
Économies avancées	1,7	-8,0	4,8	Marchés émergents et économies en développement	3,7	-3,0	5,9
États-Unis	2,3	-8,0	4,5	Marchés émergents et en développement en Asie	5,5	-0,8	7,4
Zone euro	1,3	-10,2	6,0	Chine	6,1	1,0	8,2
Allemagne	0,6	-7,8	5,4	Inde	4,2	-4,5	6,0
France	1,5	-12,5	7,3	ASEAN-5	4,9	-2,0	6,2
Italie	0,3	-12,8	6,3	Marchés émergents et en développement en Europe	2,1	-5,8	4,3
Espagne	2,0	-12,8	6,3	Russie	1,3	-6,6	4,1
Japon	0,7	-5,8	2,4	Amérique latine et Caraïbes	0,1	-9,4	3,7
Royaume-Uni	1,4	-10,2	6,3	Brésil	1,1	-4,7	3,3
Canada	1,7	-8,4	4,9	Mexique	-0,3	-10,5	3,3
Autres économies avancées	1,7	-4,8	4,2	Moyen-Orient et Asie centrale	1,0	-4,7	3,3
				Arabie Saoudite	0,3	-6,8	3,1
				Nigeria	2,2	-5,4	2,6
				Afrique du Sud	0,2	-8,0	3,5
				Pays en développ. à faible revenu	5,2	-1,0	5,2

Source: FMI, perspectives de l'économie mondiale, juin 2020 Les économies sont classées en fonction de leur poids économique. Note: pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base d'un exercice financier avec un exercice de 2020/2021 débutant en avril 2020. La croissance de l'Inde a accusé un recul de -4,9 % en 2020 sur la base de l'année civile.

Évaluations attractives

Graphique 10: La prime ratio C/B du MSCI World par rapp. au MSCI EM est la plus élevée en 15 ans

C/B à 12 mois



Source: FactSet. **Les performances passées ne présagent pas des résultats futurs.**

Conclusion

Les marchés émergents affichent aujourd'hui une plus grande résistance aux chocs extérieurs. Leurs économies ont généralement prouvé qu'elles étaient en mesure de résister aux pressions d'un dollar plus fort qui par le passé, les a souvent fait sombrer dans une phase de récession et de crise. Jusqu'à présent, les pays émergents semblent encaisser le choc économique dû au covid-19 par une approche conservatrice en matière de relance budgétaire. Cette situation promet des lendemains plus prospères, dès qu'un vaccin aura été développé et distribué, et que les pressions dues à la pandémie commenceront enfin à s'atténuer.

Le graphique 10 indique que l'indice MSCI EM est actuellement négocié à son niveau le plus bas depuis 15 ans par rapport à l'indice MSCI World (marchés développés). Ainsi, la classe d'actifs des marchés émergents intègre une certaine «marge de sécurité» relative, quand bien même les catalyseurs positifs mettraient plus de temps à se matérialiser.

Personne ne peut cependant prédire le moment et l'ampleur des vents contraires actuels et l'issue de la pandémie mondiale de covid-19. Toutefois, comme lors des crises précédentes et en matière d'évaluation, le marché offre une opportunité de contribuer à une histoire de croissance durable des marchés émergents.

Mentions légales

Les informations contenues dans le présent document ne sont pas destinées à être communiquées à ni utilisées par une personne physique ou morale dans une juridiction ou un pays où une telle communication ou utilisation serait contraire à la législation ou à la réglementation en vigueur ou soumettrait Vontobel ou ses entreprises liées à une obligation d'enregistrement dans cette juridiction ou ce pays. Vontobel ne donne aucune garantie quant au fait que les informations contenues dans le présent document puissent être utilisées dans toute région ou par tout lecteur.

Le présent document ne constitue ni directement ni indirectement, dans aucune juridiction, une recommandation, une offre ou une incitation à l'endroit du public ou de quiconque en vue de la souscription, de l'achat, de la détention ou de la vente d'un instrument financier et ne saurait être interprété comme tel.

Etats-Unis : Distribué aux ressortissants américains par Vontobel Asset Management, Inc. (VAMUS), Vontobel Swiss Wealth Advisors AG (VSWA) et Vontobel Securities Ltd. (VONSEC). VAMUS et VSWA sont enregistrés en tant que conseillers en investissement auprès de l'U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) en vertu de l'U.S. Investment Advisers Act de 1940, dans sa version en vigueur. Leur enregistrement en tant que conseillers en investissement auprès de l'U.S. Securities and Exchange Commission n'atteste pas d'un quelconque niveau de compétence ou d'expertise. VONSEC est enregistré en tant que courtier (broker-dealer) auprès de la SEC en vertu de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA). VAMUS, VSWA et VONSEC sont des filiales à 100% de Vontobel Holding AG, Zurich, Suisse. VONSEC assume la responsabilité des informations contenues dans tout rapport établi par une filiale non américaine dès lors que VONSEC distribue ce rapport à des ressortissants américains. **Royaume-Uni** : Le présent document a été approuvé par Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres, dont le siège social est sis Third Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN. Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres, est agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et réglementée dans une mesure limitée par la Financial Conduct Authority (FCA). De plus amples informations sur l'étendue de la réglementation exercée par la FCA sont disponibles sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres. **Singapour** : Le présent document n'a pas été visé par la Monetary Authority of Singapore. Le présent document a été approuvé par Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd., dont le siège social est sis 1901 Gloucester Tower, The Landmark 15 Queen's Road Central, Hong Kong. Le présent document ne saurait être considéré comme une incitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, des instruments financiers à l'endroit du public ou d'un membre du public à Singapour. **Hong Kong** : Les informations contenues dans le présent document n'ont été contrôlées ou approuvées par aucune autorité de surveillance, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. Le présent document a été approuvé aux fins d'utilisation à Hong Kong par Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd., dont le siège social est sis 1901 Gloucester Tower, The Landmark 15 Queen's Road Central, Hong Kong. Vous êtes par conséquent invité à faire preuve de prudence et, en cas de doute quant aux informations contenues dans le présent document, à consulter un conseiller professionnel indépendant. **Australie** : Le présent document a été approuvé par Vontobel Asset Management Australia Pty Limited (ABN 80 167 015 698), société titulaire de l'Australian Financial Services Licence Nr. 453140, qui assume la responsabilité de son contenu. Les investisseurs domiciliés en Australie peuvent obtenir de plus amples informations à l'adresse suivante : Vontobel Asset Management Australia Pty Ltd., Level 20, Tower 2, 201 Sussex St, NSW-2000 Sydney, Australie. Les informations contenues dans le présent document n'ont pas été préparées spécialement à l'attention des investisseurs en Australie. Elles peuvent (i) comporter des indications de montants en dollar ne faisant pas référence au dollar australien, (ii) contenir des informations financières n'ayant pas été établies conformément au droit australien ou aux pratiques en vigueur en Australie, (iii) ne pas couvrir certains risques liés à des investissements libellés en devises étrangères et (iv) porter sur des aspects fiscaux ne relevant pas de la fiscalité australienne. **Allemagne** : Le présent document a été approuvé par Vontobel Asset Management SA, succursale de Munich, dont le siège social est sis Leopoldstrasse 8-10, 80802 Munich, agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et réglementée dans une mesure limitée par l'Autorité fédérale de supervision financière (BaFin). De plus amples informations sur l'étendue de cette réglementation sont disponibles sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Munich. **Italie** : Le présent document a été approuvé par Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan, dont le siège social est sis Piazza degli Affari 3, I-20123 Milan, Italie (Tél. : 026 367 344). Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan, est agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et réglementée dans une mesure limitée par la Banque nationale italienne et la CONSOB. De plus amples informations sur l'étendue de la réglementation exercée par la Banque nationale italienne et la CONSOB sont disponibles sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan. Les informations contenues dans le présent document n'ont été contrôlées ou approuvées par aucune autorité de surveillance, y compris la Banque nationale italienne et la CONSOB. Le présent document ne saurait être considéré comme une incitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, des instruments financiers à l'endroit du public ou d'un membre du public en Italie.

Le présent document est une publication générale non indépendante destinée uniquement à des fins d'information et de formation. Les informations contenues dans le présent document (« informations ») ne sauraient être considérées comme des prévisions, des analyses, des recommandations ou des conseils d'investissement. Les décisions prises sur la base des informations contenues dans le présent document relèvent de la seule responsabilité du lecteur. Vous ne devez pas vous fier aux informations contenues dans le présent document pour prendre une décision d'investissement ou autre. Le présent document a été préparé sans tenir compte de la situation personnelle d'un quelconque investisseur. Aucune information contenue dans le présent document ne saurait être considérée comme un conseil de quelque nature que ce soit, ni en matière fiscale, comptable, réglementaire, juridique, d'assurance ou d'investissement, ni en vue de la souscription, de l'achat, de la détention ou de la vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers, ni en ce qui concerne l'exécution de transactions ou la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement. Les informations contenues dans le présent document sont fournies sur la base des connaissances existantes et/ou de l'évaluation des marchés faite à la date de la préparation du présent document ou à la date indiquée dans le présent document, sans aucune assurance ou garantie, expresse ou implicite. Vontobel décline toute responsabilité à l'égard des pertes ou dommages directs ou indirects, y compris, sans s'y limiter, des manques à gagner, pouvant résulter des informations ou de l'utilisation des informations contenues dans le présent document. Les informations contenues dans le présent document peuvent devenir obsolètes ou changer à la suite d'événements relatifs aux marchés, d'ordre politique ou autres. Cependant, Vontobel n'est en aucun cas tenu de mettre à jour le présent document. Les prévisions, déclarations prospectives ou estimations contenues dans le présent document sont de nature spéculative et, en raison de différents risques et d'incertitudes diverses, il ne peut être garanti que les estimations faites ou les hypothèses formulées se vérifient. En outre, les événements ou résultats réels peuvent différer notablement de ceux présentés ou mentionnés dans le présent document. Les opinions exprimées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient être considérées comme des recommandations, mais comme une illustration de thèmes économiques généraux. Veuillez noter que les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances actuelles ou futures et que les prévisions ont par nature une portée limitée et ne doivent pas être considérées comme un indicateur des performances futures. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage direct(e) ou indirect(e) lié(e) à l'utilisation ou à l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Bien que Vontobel estime que les informations contenues dans le présent document aient été collectées avec la diligence voulue, Vontobel ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exhaustivité, la pertinence ou l'exhaustivité des informations, textes, graphiques ou autres éléments contenus dans le présent document, lequel ne doit pas être considéré comme une base fiable pour prendre des décisions. Vontobel décline toute responsabilité à cet égard. Les informations contenues dans le présent document n'établissent aucune relation contractuelle entre le fournisseur de ces informations et le lecteur du présent document, ni ne sauraient être interprétées dans ce sens. Tous les éléments du présent document sont la propriété protégée par le droit d'auteur de Vontobel ou de tiers. Les informations contenues dans le présent document sont uniquement destinées à votre usage personnel et ne sauraient être utilisées à des fins professionnelles. Il se peut que Vontobel, des membres de la direction ou des collaborateurs de Vontobel aient investi par le passé ou investissent actuellement ou à l'avenir dans des instruments financiers à propos desquels des informations sont contenues ou des opinions formulées dans le présent document. Il est en outre possible que Vontobel ait fourni par le passé ou fournisse actuellement ou à l'avenir des services aux émetteurs de ces instruments financiers, y compris des services de financement d'entreprise ou de teneur de marché. D'autre part, il se peut que des collaborateurs ou des membres de la direction de Vontobel aient exercé par le passé ou exercent actuellement ou à l'avenir certaines fonctions (p. ex. membre de la direction) pour le compte des émetteurs de ces instruments financiers. Dès lors, Vontobel, les membres de la direction ou les collaborateurs concernés de Vontobel peuvent avoir un intérêt personnel en lien avec la performance future desdits instruments financiers.

