

**100** | Empowering  
years | Investors

**Vontobel**

# Investors' Outlook

«Nevermind» le bruit

Jun 2024

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

À l'écoute de l'économie

### 6 Points saillants du marché

Retour aux années 90 ?

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

### 14 Prévisions

### 17 Références

Glossaire et sources

## Mentions légales

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

**Corinne Gretler,**  
Senior Investment Writer,  
Vontobel  
**Investment Content Team,**  
Vontobel

### Auteurs\*

**Stefan Eppenberger,**  
Head Multi Asset Strategy,  
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: Juillet 2024)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

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

6 juin 2024

### Remarques

\* voir « Attestation des analystes » dans les  
« Remarques juridiques » à la page 15

# «Nevermind» le bruit



—  
**Dan Scott**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

Chers lecteurs,

Le vieil adage boursier « sell in May and go away » (vendez en mai et partez) s'est avéré plus un mythe qu'un mantra le mois dernier. Les records ont été le dénominateur commun des marchés boursiers mondiaux, laissant les investisseurs prudents dans un sentiment de frustration.

La résilience des actions a reflété l'anticipation des baisses de taux d'intérêt qui sont en passe de revigorer la croissance, les données économiques qui ont stimulé les espoirs d'un atterrissage en douceur<sup>1</sup> et les solides bénéfices des entreprises dans un contexte d'optimisme autour de l'intelligence artificielle (IA).

Dans ce contexte haussier, certains investisseurs se demandent s'ils doivent s'attendre à une consolidation, estimant que le récent rebond des actions auquel nous avons assisté rend le marché plus vulnérable aux prises de bénéfices. Nous admettons que la route risque d'être agitée, mais nous maintenons notre opinion constructive sur les actions. Les signes qui ressortent des résultats trimestriels sont que les entreprises se portent plutôt bien. En réalité, la préoccupation réside dans le fardeau de la dette publique.

Comme nous l'avons indiqué dans le numéro du mois dernier, compte tenu des changements structurels liés à l'inflation et à la géopolitique, nous pensons que les actifs réels sont nécessaires, et il semble que les investisseurs soient de plus en plus nombreux à le penser, comme en témoigne la progression record d'actifs tels que l'or, le cuivre et les actions. Au sein des matières premières, les prix du cuivre sont en outre soutenus par des contraintes d'approvisionnement dans un contexte de forte demande continue liée aux dépenses d'infrastructure, aux initiatives en matière d'énergie verte et à la demande de production

.....  
→ **Webcast**

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

d'électricité qui est en partie alimentée par l'IA. Une dynamique similaire de l'offre et de la demande affecte le cacao, où les défis climatiques jouent un rôle central.

La Banque centrale européenne (BCE) a commencé à abaisser ses taux d'intérêt lors de sa réunion de juin, devançant ainsi son homologue américaine pour la première fois de son histoire. Pendant ce temps, la Réserve fédérale américaine (Fed) reste dans une position d'attente, pesant soigneusement le calendrier de ses propres ajustements de politique monétaire. Les réductions de la Fed arriveront peut-être plus tard que prévu, mais elles se rapprochent, ce qui signifie que les marchés restent soutenus.

Les années 1990 sont connues pour des nombreuses choses : l'essor de l'internet et l'expansion d'un certain nombre d'entreprises qui sont aujourd'hui des marques incontournables (Starbucks, Amazon, entre autres), et la montée en puissance du hip-hop et la musique grunge, y compris la sortie de l'album emblématique de Nirvana, «Nevermind». Mais c'est aussi une décennie où l'économie américaine a résisté à plusieurs hausses de taux sans entrer en récession.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous trouverez un examen plus approfondi de l'environnement économique actuel par rapport à celui des années 1990 (nous constatons de parallèles ainsi que d'importantes différences), une analyse sur les prix du cacao, et un examen minutieux des actions et des valorisations liées à l'IA.

La carte traditionnelle de la sagesse du marché est actuellement redessinée, et la capacité d'adaptation est essentielle. À l'instar de la musique et de la technologie qui ont innové à l'époque, ceux qui osent explorer au-delà des frontières conventionnelles pourraient découvrir des joyaux cachés.

<sup>1</sup> Voir «Glossaire et sources» à la page 17



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# À l'écoute de l'économie

**Les grandes tendances économiques du mois de mai sont restées largement conformes à celles observées le mois précédent. Les divergences régionales ont continué à façonner le paysage économique mondial.**

L'économie américaine a conservé sa résistance relative, affichant une solide activité par rapport à l'Europe et à la Chine, où elle a été plus modérée. Les tendances en matière d'inflation suivent un schéma similaire : la zone euro et la Suisse ont réalisé des progrès notables dans la maîtrise de l'inflation, tandis que les États-Unis continuent à se débattre avec des pressions élevées sur les prix.

Nous avons déjà souligné que l'un des facteurs clés à surveiller sera la capacité des consommateurs américains à continuer à soutenir l'économie. Le rapport mensuel très attendu sur l'emploi de l'US Bureau of Labor Statistics, publié le mois dernier, a révélé la plus faible augmentation en six mois. Le nombre d'emplois non agricoles n'a augmenté que de 175 000 en avril, un chiffre inférieur aux 240 000 attendus par les économistes. Le taux de chômage a augmenté de 3,8% à 3,9%.

Aussi, bien que le marché du travail américain reste solide par rapport aux données historiques, les dernières données indiquent qu'il commence à se relâcher. Alors que la dette des ménages a augmenté de 184 milliards USD au premier trimestre et que les consommateurs accusent de plus en plus de retards de paiement, il faut se demander s'il ne s'agit pas là des premières fissures qui pourraient entraîner d'autres dommages pour l'économie.

Alors que les dernières données sur la confiance des consommateurs ont connu une reprise inattendue après trois mois de baisse, les ventes au détail ont ralenti. Il reste à voir si cette tendance pourrait avoir un impact sur la croissance économique globale dans les mois à venir.

En l'absence d'un nouveau catalyseur, l'activité économique devrait continuer d'évoluer tant bien que mal. En matière de politique monétaire, nous nous attendons à ce que la Fed finisse par suivre les autres banques centrales. Nous continuons de penser qu'elle réduira ses taux moins que prévu, mais plus que ne le prévoient les marchés.

Consultez la page 5 pour connaître les détails de notre allocation d'actifs dans ce contexte.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>		→				Nous restons sous-pondérés sur les liquidités, car, sur 9 à 12 mois, les bénéfices des autres classes d'actifs devraient être supérieurs.
<b>2</b> <b>Obligations</b>		→				Nous restons légèrement sous-pondérés sur les titres obligataires. Le scénario d'une croissance plus élevée à moyen terme tend à privilégier les classes d'actifs cycliques telles que les actions et les matières premières au détriment des titres obligataires. Nous restons neutres sur les obligations Investment Grade, dont la valorisation, notamment, n'est pas particulièrement attrayante. Nous demeurons surpondérés sur les emprunts d'État et la dette des marchés émergents en monnaies fortes. Nous restons sous-pondérés sur les obligations Investment Grade.
<b>3</b> <b>Actions</b>				→		Nous restons surpondérés sur les actions. La Fed réduira ses taux plus tard que ce qui était initialement prévu, mais sans doute plus fortement que ne l'anticipent actuellement les marchés. Par ailleurs, les principaux indicateurs économiques mondiaux, tels que les indices des directeurs d'achat, pourraient encore s'améliorer au cours des mois à venir. Nous n'anticipons aucun risque notable d'une seconde vague d'inflation. Cela devrait continuer à soutenir les actions. Au niveau des sous-actifs, nous restons surpondérés sur les actions américaines, car le premier trimestre a confirmé de bonnes surprises en matière de bénéfices, notamment dans le secteur technologique. Nous restons neutres sur les actions suisses et de la zone euro. Nous restons neutres sur les actions japonaises et des marchés émergents.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Nous restons positifs sur l'or, même s'il a atteint de nouveaux records le mois dernier et qu'il est l'une des classes d'actifs les plus performantes de l'année 2024. Malgré la hausse des rendements réels américains, la vigueur du dollar et la rhétorique agressive de la Fed, l'or continue d'enchaîner les records. Cela tient en partie à son profil de « valeur refuge », à la forte demande des principaux marchés de détail, aux risques géopolitiques accrus liés à l'escalade au Moyen-Orient, ainsi qu'à la forte demande des banques centrales, notamment celle des marchés émergents.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Nous restons neutres. Une réaccélération de l'économie pourrait en effet donner un petit coup de pouce supplémentaire à cette classe d'actifs cyclique. Les marchés semblent en outre sous-estimer le potentiel de relance des autorités chinoises. Enfin, cette classe d'actifs pourrait bénéficier de l'accroissement des risques géopolitiques.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier. Nous apprécions les titres liés à des assurances qui tendent à être faiblement corrélés avec les marchés financiers traditionnels, ce qui peut réduire le risque global du portefeuille.

# Retour aux années 90 ?

Aujourd'hui, nombreux sont ceux qui pensent aux années 1990 avec nostalgie, y compris ceux qui sont trop jeunes pour se souvenir de cette décennie charnière. Une mystérieuse invention appelée « world wide web » a été rendue accessible au public en 1993, en même temps que l'inoubliable son du modem, même si elle n'était pas encore devenue un compagnon constant de notre vie quotidienne. Et si les téléphones portables existaient déjà depuis les années 1980, leur fonction principale était encore reléguée aux appels téléphoniques proprement dits. La monoculture pop était toujours présente et était caractérisée par des groupes comme les Backstreet Boys et les Spice Girls qui dominaient les hit-parades, ainsi que par des films et des séries télévisées emblématiques comme Titanic, Forrest Gump et Friends. Mais il y a eu une autre particularité au cours de cette décennie, peut-être plus significative pour ceux d'entre nous qui travaillent dans le domaine de la finance : les autorités monétaires américaines avaient réalisé un chef-d'œuvre, l'économie américaine ayant digéré une série de hausses de taux d'intérêt sans entrer en récession (graph. 1).





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



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

Étant donné que les investisseurs suivent de près les effets des hausses rapides des taux d'intérêt sur l'économie au cours des deux dernières années et qu'ils envisagent différents scénarios de récession, la comparaison avec les années 1990 est de plus en plus fréquente.

Dans les années 1990, l'économie américaine a défié les principaux indicateurs économiques, tels que les indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier, qui avaient prédit une récession. La principale raison de l'atterrissage en douceur à l'époque était probablement la hausse de la productivité qui a commencé à cette époque, soutenue par l'essor des ordinateurs (graph. 2). Cette hausse de la productivité s'est accompagnée d'une croissance considérable des salaires. Alors que l'indice du coût de l'emploi, l'indicateur salarial privilégié par la Fed avait augmenté de 2,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 1995, il a grimpé à près de 5 % au tournant du millénaire. Malgré l'augmentation des salaires, la spirale salaires-prix<sup>2</sup> redoutée ne s'est pas concrétisée. L'inflation de base aux États-Unis est passée d'environ 5,5 % début 1990 à moins de 2 % fin 1999.

#### Les similitudes

Il existe en effet certains parallèles avec les années 1990 aujourd'hui. Si l'on en croit les principaux indicateurs, la récession ne devrait pas tarder à survenir. Selon l'Institute for Supply Management basé aux États-Unis, les secteurs manufacturier et des services sont tous deux en perte de vitesse. Cependant, que ce soit à l'époque ou aujourd'hui, la récession est (encore) absente. En outre, comme dans les années 1990, des sommes considérables ont été investies dans la recherche et le développement (R&D)

au cours des dernières années. Ce sont également, hier comme aujourd'hui, principalement des acteurs privés qui mettent la main à la poche, ce qui est considéré comme un facteur essentiel de la croissance économique (graph. 3). Cela crée un terrain propice à un nouvel essor de la productivité grâce à la technologie.

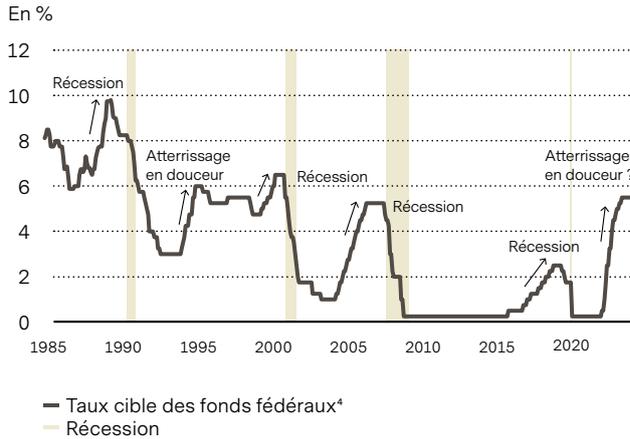
Après tout, la volonté d'adopter et de mettre en œuvre les nouvelles technologies à notre disposition s'est accrue, ce qui laisse entrevoir la possibilité que l'histoire se répète. En 1999, il a fallu 3,5 ans à Netflix pour atteindre un million d'utilisateurs. Facebook a eu besoin de 10 mois pour atteindre ce niveau en 2004, et Spotify l'a fait en cinq mois en 2008. Quant à ChatGPT, il ne lui a fallu que cinq jours en 2022.

#### Les différences

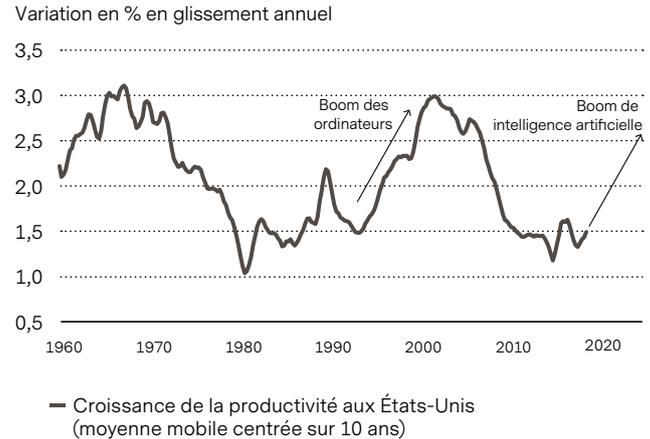
Malgré tout l'enthousiasme suscité par IA, il n'y a pas (encore) d'euphorie excessive. En témoigne, par exemple, la baisse du nombre d'introductions en bourse (IPO) d'entreprises américaines. L'une des explications possibles est que les grandes entreprises technologiques rachètent de plus en plus de petites entreprises. Cette « évolution séculaire » des introductions en bourse vers les rachats, souvent par de grandes entreprises technologiques, a été le sujet de discussion d'une étude de 2023 dans laquelle les chercheurs ont constaté que le pourcentage de start-up financées par du capital-risque qui ont été rachetées (au lieu d'être introduites en bourse) est passé d'environ 10 % à 90 % au cours des trois dernières décennies.<sup>3</sup>

## 8 Points saillants du marché

**Graph. 1 : L'atterrissage en douceur du milieu des années 90 a été l'exception à la règle**



**Graph. 2 : L'économie a digéré les relèvements de taux grâce à une productivité accrue dans les années 90**



Une autre différence est que la croissance de l'emploi se limite aujourd'hui principalement au secteur public ou aux secteurs liés au secteur public, alors que dans les années 1990, les nouveaux emplois étaient principalement créés dans le secteur privé. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), le secteur public joue un rôle important dans les économies avancées. Il emploie environ un travailleur sur cinq et a donc un impact significatif sur la productivité nationale<sup>5</sup>. On peut supposer que ce secteur est moins productif que les autres en raison de l'absence d'incitations à la rentabilité et de niveaux élevés de bureaucratie.

Autre point : la liberté économique aux États-Unis est en déclin depuis des années, selon l'Indice de liberté économique de la Heritage Foundation<sup>6</sup>. En 1995, l'indice s'élevait à tout juste 77 points ; en 2006, il a culminé à 81 points ; aujourd'hui, il n'est plus que de 70 points. Cela signifie que les « conditions d'implantation » se sont détériorées par rapport aux années 1990 (même dans un pays réputé pour son innovation comme les États-Unis). Certes, les États-Unis restent une destination privilégiée pour

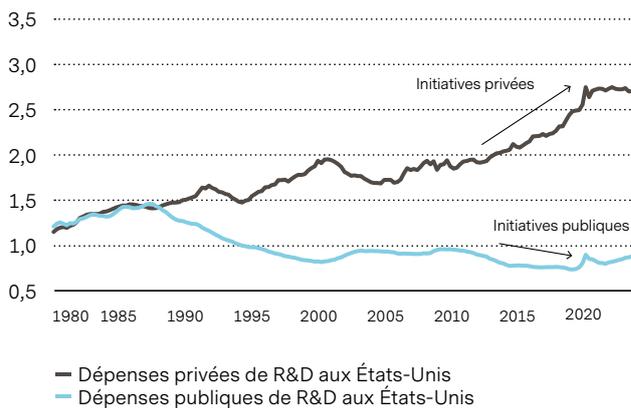
l'innovation, mais les formalités administratives y sont plus lourdes aujourd'hui.

L'environnement économique, mais aussi l'environnement inflationniste, sont différents aujourd'hui. Le marché du travail d'aujourd'hui est nettement plus serré que celui des années 1990 (c'est-à-dire que la demande de main-d'œuvre dépasse largement l'offre de main-d'œuvre). Cette pénurie sur le marché du travail comporte des risques de hausse de l'inflation salariale et donc de l'inflation globale.

Depuis la crise financière mondiale, la mondialisation observée dans les années 1990 s'est également transformée en ce que certains appellent une « slowbalization » (en français : « ralentissement de la mondialisation ») ou, pour reprendre les termes du Fonds monétaire international, le monde a connu un ralentissement continu du rythme des réformes commerciales et une diminution du soutien politique en faveur de l'ouverture du commerce dans un contexte de tensions géopolitiques croissantes<sup>7</sup>.

### Graph. 3 : Hier comme aujourd'hui, les acteurs privés sont en tête

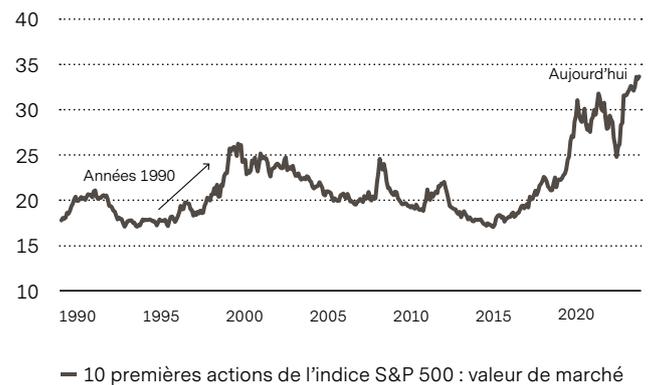
Pour cent du produit intérieur brut des États-Unis



Source : LSEG, Vontobel ; données au 13 mai 2024.

### Graph. 4 : Rebond remarquable accompagné d'une concentration croissante

En % de la valeur de marché de l'indice S&P 500



Source : LSEG, Vontobel; données au 28 mai 2024.

### Impacts sur les investisseurs

Qu'avaient réservé les années 1990 aux investisseurs ? Premièrement, la décennie a été caractérisée par une surperformance des États-Unis par rapport aux autres pays. La croissance du produit intérieur brut réel des États-Unis a été plusieurs fois supérieure à celle de l'Europe ou du Japon. Une tendance similaire peut également être observée aujourd'hui. En mai, l'OCDE a relevé ses prévisions de croissance économique mondiale à 3,1 % en 2024, tout en soulignant les fortes divergences régionales. Selon l'OCDE, la faiblesse persistante de l'Europe et du Japon sera compensée par les États-Unis<sup>8</sup>.

Deuxièmement, les années 1990 ont été caractérisées par un marché haussier du dollar US. Après l'atterrissage en douceur de 1995, le dollar US a commencé à s'envoler. Cela n'est guère surprenant, notamment en raison de la vigueur de l'économie américaine. Il est également intéressant de noter que la corrélation normalement négative entre le « billet vert » et les matières premières est devenue positive dans les années 1990<sup>9</sup>.

Troisièmement, les marchés boursiers ont connu un rebond considérable dans les années 1990 (qui s'est terminé en mars 2000 avec l'éclatement de la bulle Internet). À l'époque, comme aujourd'hui, le rebond boursier a coïncidé avec une certaine concentration du marché boursier. En 1990, les 10 plus grandes actions de l'indice S&P 500 représentaient environ 17 % de l'indice. À la fin des années 1990, elles représentaient un peu moins de 25 %. Aujourd'hui, elles représentent plus de 33 % de l'indice (en matière de capitalisation boursière, graph. 4).

À l'heure actuelle, la situation de départ des investisseurs est particulière dans la mesure où la composition de l'indice S&P 500 est nettement plus axée sur la technologie. La proportion d'actions technologiques a presque doublé par rapport au milieu des années 1990. La grande question est de savoir dans quelle mesure l'engouement pour l'IA a déjà été intégré. Les valorisations actuelles des actions sont plutôt élevées, mais elles pourraient augmenter si l'IA accroît encore les marges bénéficiaires.

# Les flux et reflux de l'assouplissement



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Les récentes données économiques pourraient bientôt justifier plus fortement des réductions de taux d'intérêt, notamment du fait de la baisse de la croissance des ventes au détail après la forte performance du début d'année. Moteur important de la vigueur soutenue de l'économie, les dépenses de consommation pourraient ralentir et influencer ainsi la politique monétaire.**

En termes réels (ventes totales divisées par l'indice des prix à la consommation), les ventes au détail sont désormais retombées, ou sont même légèrement inférieures, à la tendance à la hausse observée entre la crise financière mondiale et la pandémie. Or tout signe de lassitude des consommateurs plaide en faveur de réductions des taux. Les données économiques se sont révélées assez médiocres ces derniers temps et les indices de surprise, qu'ils soient de Bloomberg ou de Citigroup, ont déçu ces derniers temps.

Sur le marché des contrats à terme, l'effet sur les taux implicites des fonds fédéraux a été modéré. Il semble peu probable que la Fed réduise ses taux en juin. Après ajustement, le marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux anticipe près de deux réductions de 25 points de base (pb) chacune d'ici la fin de l'année (graph. 1). Loin de l'assouplissement agressif prévu en janvier, cela suffit toutefois à faire revenir les investisseurs sur le marché obligataire, notamment sur les bons du Trésor US à 10 ans. Après les récentes craintes d'un relèvement au-delà de 5%, cette évolution soulage de nombreux investisseurs.

## Nous maintenons notre cap

Nos perspectives pour le crédit Investment Grade et à haut rendement restent inchangées. Le resserrement extrême des spreads, qui indique un scénario parfaitement intégré<sup>10</sup>, nous incite à la plus grande prudence. Pour l'heure, les segments Investment Grade (graph. 2) et haut rendement n'offrent qu'une protection minimale.

Nos prévisions macroéconomiques, qui anticipent une croissance légèrement plus élevée, tendent à favoriser les actions et les matières premières au détriment des titres obligataires. Nous réitérons donc notre sous-pondération sur les Investment Grade et à haut rendement, car leurs valorisations nous semblent peu attrayantes. Pour la gestion de l'exposition aux taux d'intérêt, nous avons une nette préférence : plutôt que les titres Investment Grade ou à haut rendement, nous nous concentrons sur les emprunts d'État.

**Graph. 1 : Nombre de mouvements implicites de la Fed anticipés par le marché pour 2024**

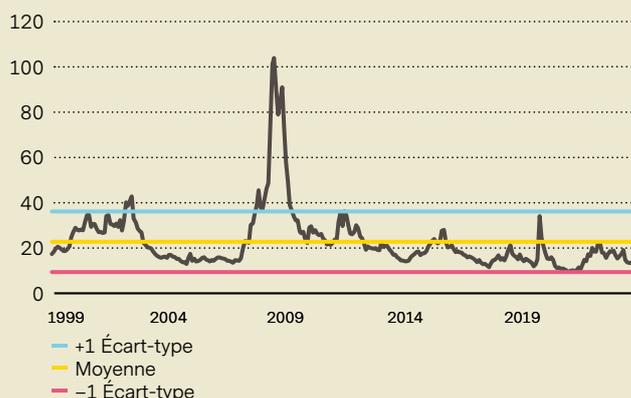
Nombre de mouvements



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 mai 2024.

**Graph. 2 : Spread d'équilibre<sup>11</sup> à 12 mois des obligations d'entreprises US Investment Grade**

En points de base



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 23 mai 2024.

# Actions et valorisations liées à l'IA : quel est le prix à payer ?



— **Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

**Poursuivant la tendance de l'année dernière, les actions liées à l'intelligence artificielle (IA) ont soutenu les marchés depuis le début de l'année. Cela affecte les multiples de valorisation. Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs ?**

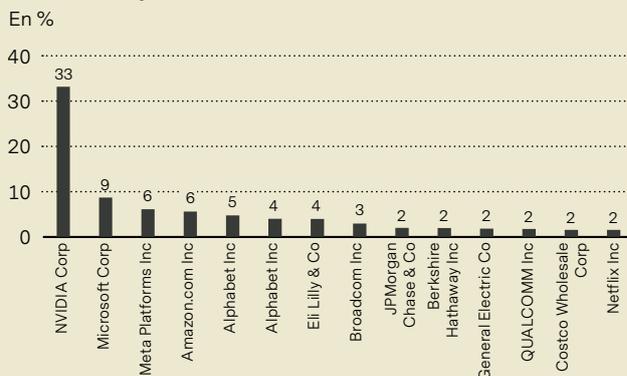
Leader des processeurs graphiques, si cruciaux pour l'IA, Nvidia contribue à plus de 30% du rendement absolu de l'indice S&P 500 à ce jour (graph. 1). Le mois dernier, l'action Nvidia a pour la première fois franchi la barre des 1000 USD après ses résultats exceptionnels du 1<sup>er</sup> trimestre, ses prévisions optimistes pour le 2<sup>e</sup> trimestre et ses commentaires sur le « début d'une nouvelle révolution industrielle ». Cette dynamique soutenue pourrait se poursuivre.

La croissance de l'IA est alimentée par une forte demande d'applications dans divers secteurs tels que la santé, l'automobile ou la finance, où elle offre la perspective d'une efficacité et d'une productivité accrues, d'économies de coûts et de nouvelles sources de revenus. D'autres acteurs, comme Alphabet, Microsoft et Meta Platforms, bénéficient aussi de cet essor.

**La question brûlante des investisseurs : combien tout cela vaut-il ?**

Au vu des impressionnantes performances des valeurs liées à l'IA, leurs multiples actuels de valorisation sont intensément scrutés, surtout si on la compare à la bulle Internet de 2000. La frénésie spéculative d'alors, avec des valorisations souvent déconnectées des fondamentaux financiers, avait marqué l'époque. En 2000, la moyenne des multiples de valorisation du ratio cours/bénéfice (C/B)<sup>12</sup> des « quatre cavaliers » (Microsoft, Intel, Cisco, Dell) était presque de 90x. Cela représente une prime énorme de 230% par rapport aux « quatre fantastiques » d'aujourd'hui (Meta, Nvidia, Microsoft, Amazon), qui se négocient à 28x (graph. 2). Les valorisations élevées des actions liées à l'IA tiennent à une forte visibilité sur la croissance des bénéfices, à des flux de revenus robustes et à des avancées technologiques tangibles. Sophistication accrue des investisseurs, surveillance réglementaire et accent mis sur les modèles d'entreprise durables : le marché actuel a tiré les leçons de la bulle Internet. La pérennité des valorisations des actions liées à l'IA dépend des progrès et de l'adoption des technologies de l'IA, dont le marché potentiel est estimé à près de 3000 milliards USD pour les 10 années à venir. Des risques de surévaluation et de correction des marchés existent, mais les fondamentaux actuels laissent entrevoir des bases plus solides qu'à l'ère « dot-com ». Nous sommes donc constructifs sur les actions US, où les valeurs liées à l'IA et à la technologie représentent 40% de la capitalisation boursière.

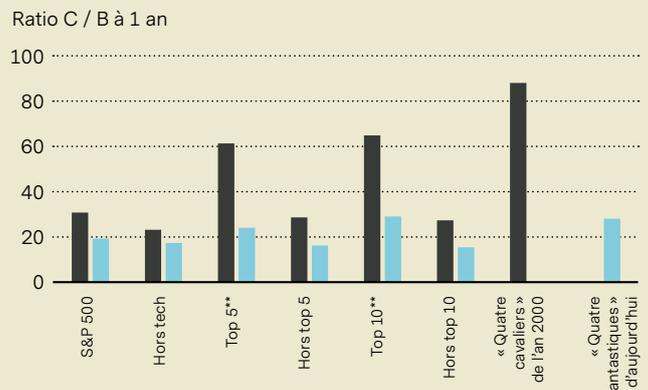
**Graph. 1 : Les 15 principaux contributeurs de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année**



— Contribution à la performance de l'indice depuis le début de l'année

Source : LSEG, Vontobel ; données au 28 mai 2024.

**Graph. 2 : 2000/aujourd'hui – Évaluation du ratio C/B à 1 an**



— Mars 2000  
— Aujourd'hui

\*\* par capitalisation boursière

Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 mai 2024.

# Chocolat doux ou amer?



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

**Depuis le début de l'année 2023, le cacao n'a connu qu'une seule direction: la hausse. Après une performance de plus de 70 % en 2023 et un gain temporaire de plus de 150 % en 2024, il y a eu une surprise qui n'avait rien de doux. (graph. 1).**

Fondamentalement parlant, les prix restent soutenus. L'Afrique de l'Ouest, qui représente environ 80 % de l'offre mondiale de cacao, est confrontée depuis quelque temps à des conditions climatiques extrêmes. Le cacao a besoin d'un climat tropical et de suffisamment d'ombre et de précipitations. L'irrégularité des précipitations et les températures élevées ont empêché de nombreuses fleurs de mûrir en cabosses de cacao. Des maladies végétales telles que la «maladie virale du swollen shoot du cacaoyer» affectent environ 17 % des surfaces cultivées au Ghana. La situation est exacerbée par des décennies de sous-investissement dans le secteur.

Les producteurs de cacao d'Afrique de l'Ouest, essentiellement de petits exploitants, ne reçoivent qu'une petite partie de la chaîne de valeur. Ceci a entravé les nouvelles plantations et entraîné un vieillissement excessif des cacaoyers. Les prix du cacao étant souvent fixés à

l'avance par les gouvernements, très peu d'agriculteurs ont bénéficié du rebond de 2023. Si les récentes prévisions météorologiques pour l'Afrique de l'Ouest ont fait naître l'espoir d'une meilleure récolte de cacao, ce n'est pas suffisant.

À long terme, les agriculteurs ont besoin de prix plus élevés pour pouvoir investir dans de nouvelles plantations et de nouveaux engrais. Dans le même temps, la demande n'a pas encore été anéantie: les chiffres du broyage publiés pour le mois d'avril (un indicateur de la demande) ont été plus élevés que prévu. L'Organisation internationale du cacao prévoit également un déficit pour cette année (374 000 tonnes). Si tel est le cas, il s'agira du troisième déficit consécutif (graph. 2).

Le principal facteur de cette baisse est plutôt à chercher du côté du commerce. L'augmentation des exigences de marge a rendu le maintien des positions plus coûteux pour les commerçants, qui ont donc été nombreux à les abandonner. Par conséquent, le nombre de contrats ouverts à New York est tombé à son niveau le plus bas depuis plus de dix ans. Cette situation rend le marché encore plus sensible aux fluctuations importantes des prix.

Le cacao étant un produit de niche et ne faisant pas partie des principaux indices de matières premières, les fluctuations de prix n'ont pas d'impact sur leur performance. Il en est autrement pour les fournisseurs de cacao et les fabricants de confiserie : un grand chocolatier suisse a déjà annoncé qu'il répercuterait les prix toujours élevés du cacao sur les clients.

**Graph. 1 : Les performances du cacao éclipsent celles des autres matières premières agricoles**

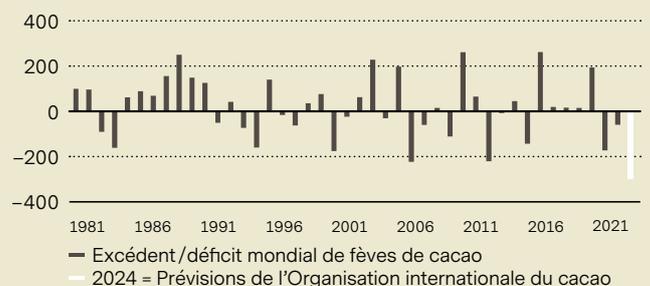
Rebasé à 100 = début 2023



Source : LSEG, Vontobel ; données au 24 mai 2024.

**Graph. 2 : Troisième déficit consécutif pour le cacao ?**

En milliers de tonnes



Remarque : Données sur les broyages et la production de fèves de cacao. Les principaux pays broyeurs des trois dernières années cacaoyères sont couverts. L'année cacaoyère s'étend du 1<sup>er</sup> octobre au 30 septembre.

Source : Organisation internationale du cacao, Vontobel ; données au 24 mai 2024.

# Des dynamiques de change en pleine évolution



— Christopher Koslowski  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Le dollar US conserve sa vigueur et s'apprécie face à la plupart des grandes monnaies (graph. 1). Cela tient à la lenteur des progrès en matière d'inflation et à l'évolution des attentes du marché quant aux réductions de taux de la Fed. Couplée à cette lenteur, la forte croissance économique a en effet tempéré les attentes à cet égard.**

En matière de taux directeurs, l'écart de rendement a largement favorisé le dollar et s'est même élargi avec l'ajustement des anticipations de réduction des taux (graph. 2). Le dollar résiste ainsi plus que prévu cette année. L'évolution rapide des perspectives du marché quant aux actions de la Fed pourrait toutefois affaiblir le dollar face à des données suggérant des réductions de taux plus prononcées à l'avenir.

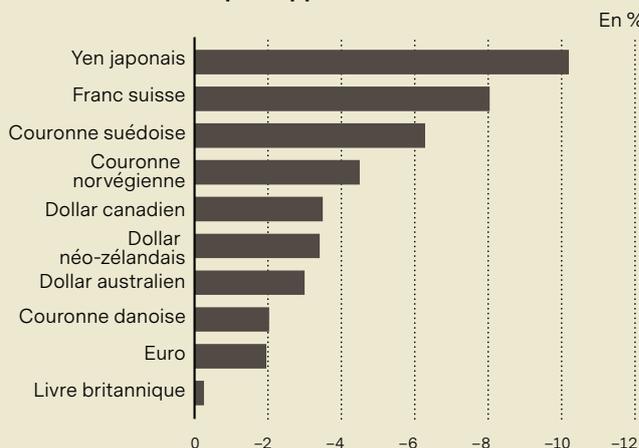
## La domination du dollar se heurte à la résistance de l'euro

Au vu des récentes évolutions, le dollar devrait conserver sa vigueur. La probable amélioration prochaine de la situation économique dans la zone euro pourrait toutefois faire évoluer la dynamique économique entre l'euro et le dollar.

Cela pourrait alors limiter toute nouvelle baisse du taux de change euro-dollar. L'écart de rendement à deux ans entre l'euro et le dollar est tombé à des niveaux proches de -205 pb en avril, contre -150 pb en janvier, la paire euro-dollar ayant perdu 3% au cours de cette période. L'écart de rendement est récemment remonté à -185, et l'euro a regagné une partie de ses pertes.

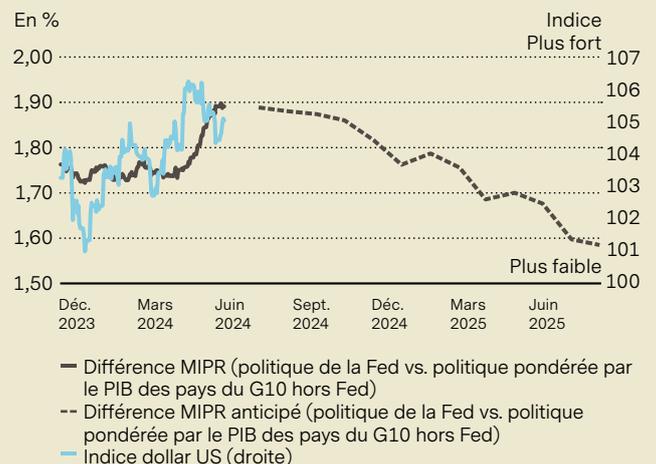
Le marché intègre déjà la probabilité d'une réduction des taux de la BCE avant la Fed, ce qui pourrait ne pas suffire pour un retour à la parité euro-dollar. Il faudrait en effet pour cela que la Fed plaide en faveur de taux plus élevés et/ou que l'économie de la zone euro ralentisse fortement. Mais ce n'est pas le scénario que nous anticipons.

**Graph. 1 : Performances de change au comptant depuis le début de l'année par rapport au dollar US**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 mai 2024.

**Graph. 2 : Écarts des taux directeurs anticipés par le marché**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 mai 2024.

## Conjoncture et marchés financiers 2022 – 2025

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 2022 à 2023, ainsi que les prévisions du consensus pour 2024 et 2025.

<b>PIB (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL<sup>1</sup></b>	<b>CONSENSUS 2024</b>	<b>CONSENSUS 2025</b>
Mondial (G20)	2,9	3,0	2,3	2,7	2,6
Zone euro	3,4	0,4	0,4	0,7	1,4
États-Unis	1,9	2,5	3,0	2,4	1,8
Japon	1,0	1,9	-0,2	0,6	1,1
R.-U.	4,5	0,3	0,2	0,5	1,2
Suisse	2,7	0,7	0,6	1,2	1,5
Australie	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
Chine	3,0	5,2	5,3	4,9	4,5

<b>INFLATION</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2024</b>	<b>CONSENSUS 2025</b>
Mondial (G20)	7,5	4,4	5,7	5,2	3,2
Zone euro	8,4	5,5	2,4	2,4	2,1
États-Unis	8,0	4,1	3,4	3,1	2,4
Japon	2,5	3,3	2,5	2,4	1,8
R.-U.	9,1	7,3	2,3	2,5	2,2
Suisse	2,8	2,2	1,4	1,3	1,2
Australie	6,6	5,7	3,6	3,4	2,8
Chine	2,0	0,2	0,3	0,7	1,5

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR	2,50	4,50	4,50	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,35
JPY	-0,10	-0,10	0,08	0,07	0,26
GBP	3,50	5,25	5,25	4,85	3,80
CHF	1,00	1,75	1,50	1,09	0,90
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,60	2,25	2,21
USD	3,9	3,9	4,47	4,20	3,92
JPY	0,4	0,6	1,01	0,99	1,16
GBP	3,7	3,5	4,26	3,81	3,55
CHF	1,6	0,7	0,82	0,78	0,89
AUD	4,1	4,0	4,31	4,16	3,91

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
CHF / EUR	0,99	0,93	0,99	0,99	1,00
CHF / USD	0,94	0,84	0,92	0,92	0,91
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,61	0,62
CHF / GBP	1,12	1,07	1,16	1,16	1,16
USD / EUR	1,06	1,10	1,08	1,07	1,10
JPY / USD	130,00	141,00	157,00	152,00	146,00
USD / AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,68
GBP / EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	0,86
CNY / USD	6,91	7,10	7,24	7,22	7,15

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	81	85	82
Or, USD par once troy	1824	2063	2336	2200	2200
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	10418	9000	9800

<sup>1</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>2</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 24 mai 2024

# 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](http://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](http://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](http://vontobel.com/privacy-policy)) et sur notre website de protection des données ([vontobel.com/gdpr](http://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](mailto:wealthmanagement@vontobel.com).

# 16 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.

# Glossaire et sources

- <sup>1</sup> Un atterrissage en douceur fait référence à une économie en ralentissement cyclique qui parvient à éviter une récession, souvent dans le contexte de la politique monétaire et de l'inflation.
- <sup>2</sup> Dans une spirale salaires-prix, les revendications salariales élevées des employés déclenchent une inflation de plus en plus forte (car les entreprises répercutent les coûts plus élevés résultant des augmentations salariales sur les clients en augmentant les prix).
- <sup>3</sup> Le taux des fonds fédéraux est le taux d'intérêt auquel les institutions de dépôt prêtent des soldes à la Fed à d'autres institutions de dépôt au jour le jour.
- <sup>4</sup> Source : Ederer, Florian & Pellegrino, Bruno, The Great Startup Sellout and the Rise of Oligopoly (le 11 janvier 2023). AEA Papers & Proceedings, Vol. 113, mai 2023. [ssrn.com/abstract=4322834](https://ssrn.com/abstract=4322834)
- <sup>5</sup> Source : l'Organisation de coopération et de développement économiques 2021 : [www.oecd-ilibrary.org/sites/75f92d89-en/index.html?itmId=/content/component/75f92d89-en](http://www.oecd-ilibrary.org/sites/75f92d89-en/index.html?itmId=/content/component/75f92d89-en)
- <sup>6</sup> Selon la Heritage Foundation, les individus sont libres de travailler, de produire, de consommer et d'investir comme ils le souhaitent dans une société économiquement libre. Les gouvernements de ces sociétés autorisent la libre circulation de la main-d'œuvre, des capitaux et des biens et s'abstiennent de toute coercition ou restriction de la liberté au-delà de ce qui est nécessaire pour protéger et préserver la liberté elle-même. L'indice de liberté économique repose sur 12 facteurs quantitatifs et qualitatifs, répartis en quatre catégories (État de droit, taille du gouvernement, efficacité de la réglementation, ouverture des marchés).
- <sup>7</sup> Source : article de International Monetary Fund, publié le 8 février 2023 : [www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/08/charting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis](http://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/08/charting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis)
- <sup>8</sup> Source : l'Organisation de coopération et de développement économiques, le 2 mai 2024 : [www.oecd.org/newsroom/economic-outlook-steady-global-growth-expected-for-2024-and-2025.htm](http://www.oecd.org/newsroom/economic-outlook-steady-global-growth-expected-for-2024-and-2025.htm)
- <sup>9</sup> La plupart des produits de base sont échangés en dollars américains. Si le dollar américain se déprécie lorsque les prix des produits de base libellés en dollars américains augmentent, l'augmentation des prix des produits de base dans les économies des économies hors États-Unis, mesurée en monnaie locale, est plus faible (les matières premières deviennent donc plus attrayantes pour les économies hors États-Unis).
- <sup>10</sup> Cela décrit une situation dans laquelle un actif, tel qu'une action ou une obligation, est considéré comme se négociant à un prix qui reflète pleinement ses performances futures optimales. Cela signifie essentiellement que l'actif est évalué de manière à anticiper tous les meilleurs résultats futurs possibles, y compris une forte croissance, des bénéfices élevés ou d'autres mesures financières positives.
- <sup>11</sup> Le spread d'équilibre indique une marge de sécurité pour les obligations d'entreprise. Il s'agit du niveau auquel l'écart devrait augmenter pour que les rendements excédentaires soient négatifs sur 12 mois.
- <sup>12</sup> Le ratio cours/bénéfice prévisionnel est un multiple utilisé pour évaluer la valeur des actions d'une entreprise, calculé en divisant le cours actuel de l'action par le bénéfice par action prévu pour les 12 prochains mois.

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

