

# GLOBAL OUTLOOK 2021

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING

DOCUMENT MARKETING

## L'AMÉRIQUE DANS UNE NOUVELLE DÉCENNIE



### FOCUS

LES ÉTATS-UNIS RESTERONT-ILS  
UNE SUPERPUISSANCE ?

### NOTRE VISION

LE DOLLAR AMÉRICAIN :  
UNE GLOIRE APPARTENANT AU PASSÉ ?

# SOMMAIRE

---

## 4 MESSAGES CLÉS

NOUVEAU PRÉSIDENT, NOUVELLE ÈRE, NOUVEAU MODÈLE ÉCONOMIQUE ?

---

## 7 FOCUS

7 L'AGENDA ÉCONOMIQUE DE LA NOUVELLE ADMINISTRATION

9 LES INÉGALITÉS, UNE MENACE POUR LA CROISSANCE  
ET LA STABILITÉ SOCIALE

12 LES ÉTATS-UNIS RESTERONT-ILS UNE SUPERPUISSANCE ?

15 DÉCARBONER LES ÉTATS-UNIS,  
UN DÉFI MAJEUR POUR LA PROCHAINE DÉCENNIE

---

## 19 PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

19 UN CHOC SANS PRÉCÉDENT, DES RÉACTIONS MASSIVES  
ET DES QUESTIONS EN SUSPENS

---

## 27 NOTRE VISION

27 LE DOLLAR AMÉRICAIN : UNE GLOIRE APPARTENANT AU PASSÉ ?

29 MARCHÉ DU CRÉDIT AMÉRICAIN : DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES  
ET VIABILITÉ DE L'ENDETTEMENT

32 PLEINS FEUX SUR LE SECTEUR TECHNOLOGIQUE AMÉRICAIN

36 PRIVATE EQUITY : LE NOUVEAU VISAGE DU CAPITALISME AMÉRICAIN

---

## 39 SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

---

## 43 TABLEAUX DE PERFORMANCES

---

## 45 PRÉSENCE INTERNATIONALE

---

## 46 GLOSSAIRE

# MESSAGES CLÉS

---

## NOUVEAU PRÉSIDENT, NOUVELLE ÈRE, NOUVEAU MODÈLE ÉCONOMIQUE ?

Un nouveau président s'installe à la Maison Blanche, avec presque autant d'inconnues que de certitudes, et dans un contexte totalement inédit sur les plans économique, sanitaire, budgétaire et monétaire. Mais changement de décennie et changement de présidence signifient-ils pour autant changement d'époque et changement de modèle ?

Premier constat : le changement de locataire de la Maison Blanche devrait marquer un net changement de style. Moins imprévisible, moins agressif, plus respectueux des usages, des institutions, des instances internationales et de ses partenaires, mais peut-être aussi moins percutant, Joe Biden s'inscrit en rupture avec son prédécesseur. En soi, cette évolution est plutôt rassurante ; mais on peut également s'interroger sur la capacité de *leadership* de la nouvelle présidence face à des enjeux économiques, technologiques, géopolitiques et environnementaux sans précédent.

### LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

Commençons par le climat. Sur le papier, l'évidence s'impose : la nouvelle administration entend renouer avec la décision prise sous Barack Obama d'engager les États-Unis dans une transition énergétique, et réintégrer les accords de Paris. Le plan *Build Back Better*<sup>1</sup> comprend un volet environnemental significatif, qui tranche par rapport au climato-scepticisme de Donald Trump. Ne négligeons pas le fait que ces évolutions dépassent aussi le cadre des plans gouvernementaux : elles se jouent au niveau des comportements des individus, des entreprises et des investisseurs. Cette ambition forte semble sincère, mais elle impliquera un ferme *leadership* face à de puissants *lobbys* ; *in fine*, le critère de succès ne sera pas la signature d'une loi ou d'un accord international, mais une inflexion des émissions de CO<sub>2</sub> dans un pays dont la consommation d'énergie par habitant figure parmi les plus élevées au monde derrière les États du Golfe et l'Australie.

### LA GÉOPOLITIQUE

Venons-en à la géopolitique. Il est communément admis que Joe Biden sera un président plus ouvert au monde, enclin à jouer le jeu des institutions internationales et du multilatéralisme, tout en agissant de manière plus prévisible et plus consensuelle – ce qui importe en matière diplomatique.

Voilà qui contribuera à réduire la volatilité induite par le risque géopolitique, avec moins de tensions internationales et un style moins clivant. Les États-Unis pourraient regagner en efficacité diplomatique grâce une remontée de leur *soft power* et du capital sympathie du drapeau étoilé dans le monde. Mais, au-delà du style, ce qui est en jeu, c'est le maintien de l'Amérique au rang de première puissance mondiale. Sur ce plan, les doutes relatifs à l'énergie, à la vision et au courage politique de Joe Biden ont alimenté la chronique depuis les primaires, et Donald Trump a joué là-dessus au cours du débat.

Outre la couleur politique et le style du président, il est possible d'anticiper à la fois une présence plus forte qu'au cours des quatre dernières années et la poursuite d'une tendance à une certaine perte d'influence des États-Unis sur les affaires du monde, au bénéfice de puissances régionales comme la Russie, l'Iran ou la Chine. C'est probablement la Chine qui sortira gagnante de cette nouvelle ère, elle qui a su habilement contrecarrer il y a dix ans le basculement vers l'Asie de Barack Obama en caricaturant cette stratégie comme une volonté d'endiguement de la puissance chinoise millénaire.

### LE CAPITALISME

Le capitalisme et la technologie sont intimement liés au XXI<sup>e</sup> siècle, comme ils l'ont été durant chaque révolution industrielle, et la révolution numérique en cours crée sans doute un dilemme de gouvernance à Washington. Le digital a donné naissance à des mastodontes qui perturbent des pans entiers de l'économie, génèrent une profitabilité exponentielle et des positions dominantes difficilement réversibles. La ligne de défense de la Silicon Valley repose notamment sur le fait que Washington hésite à déstabiliser ses champions digitaux face au risque de basculement du *leadership* technologique vers la Chine. C'est tout l'enjeu de la suite à donner à l'enquête actuellement diligente par le Congrès sur les pratiques non concurrentielles des FAANG<sup>2</sup>. Enfin, si une approche radicale de l'antitrust (démantèlement des positions dominantes ou nationalisation/régulation des monopoles naturels) a peu de chances de voir le jour, il y a fort à parier que ces *leaders* sauront s'adapter à une réglementation plus contraignante pour en faire un avantage compétitif et des barrières à l'entrée plus élevées.

1 - Plan de relance économique de Joe Biden.  
2 - Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google.

## LES ENJEUX SOCIO-ÉCONOMIQUES

Penchons-nous maintenant sur les enjeux sociaux du programme économique. Les axes programmatiques de Joe Biden dénotent une volonté d'inverser le niveau très élevé des inégalités de revenus et de patrimoine, en introduisant une fiscalité plus progressive et en ciblant les hauts patrimoines. Commençons ici par démonter un mythe démocrate : les classes populaires n'ont pas particulièrement bénéficié des années Obama, ce qui a en partie coûté la victoire à Hillary Clinton, et les salaires réels médians ont davantage progressé pendant les années Trump. Il ne faut pas y voir une causalité, mais une coïncidence liée au fait que le plein emploi des dernières années a fini par mettre fin à la stagnation des salaires. Mais la hausse significative des inégalités de patrimoine, sous des présidents tant démocrates que républicains, risque bien de briser ce qu'il reste d'un pacte social reposant sur une promesse de mobilité sociale ascendante. L'enjeu des réformes envisagées est autant de faire davantage contribuer le top 1 % que de mieux faire participer les 10 % les moins riches, grâce à des salaires plus élevés et à une meilleure couverture sociale. Toutefois, l'absence de majorité démocrate au Sénat pourrait réduire fortement la probabilité ou l'ampleur des réformes fiscales contenues dans le programme de Joe Biden.

Au-delà de la fiscalité, l'idée est aussi de mettre en place des politiques ciblées plus inclusives pour les minorités après l'explosion des tensions raciales. Cette stratégie concernerait jusqu'à la Réserve fédérale américaine (Fed), qui se pose la question du biais correcteur à apporter par la politique monétaire. Outre les effets escomptés sur la productivité d'une plus grande stabilité sociale, d'un meilleur taux de participation, d'un niveau plus élevé de santé et de formation, une telle politique pourrait avoir des retombées positives sur la croissance et l'investissement en contribuant à accroître la demande structurelle.

Le risque, c'est que ces initiatives s'accompagnent d'une hausse de l'impôt sur les sociétés qui pourrait nuire à l'investissement privé, mais le fait que le Congrès soit divisé réduit clairement ce risque. Notre scénario économique montre aussi que le plan de soutien budgétaire aurait des effets positifs à court terme qui viendraient ensuite s'atténuer et se traduire par une remontée modérée de l'inflation, interrogeant la capacité de pérennité des taux zéro après 2022.

## LES FINANCES PUBLIQUES

Venons-en enfin à la dette. Une certitude confirmée par le Congress Budget Office<sup>3</sup> : quel que soit le président américain, la crise de la COVID-19 et le *policy-mix* qui en découle sont un vecteur d'accélération sans précédent de la hausse de la dette fédérale, qui suit déjà une hystérésis depuis plusieurs décennies : elle se stabilise ou progresse modérément en phase de croissance, et explose en phase descendante du cycle. La nouveauté avec Donald Trump (comme d'ailleurs avec Ronald Reagan), c'est l'explosion de la dette en phase de croissance. Les années Biden qui commencent nous emmènent en terre inconnue en termes de ratio dette/PIB, dont la soutenabilité implique le soutien sans faille de la Réserve fédérale. Celle-ci devrait continuer de monétiser structurellement ces dettes, ce qui devrait peser structurellement sur la valeur du dollar. Une autre évolution favorable à la Chine.

Concluons sur les moyens de l'ambition américaine et plus généralement sur les conditions de la puissance, définie par Robert Kagan<sup>4</sup> comme la capacité à écrire l'Histoire. La volonté ne suffit pas à la puissance, qui requiert aussi l'addition de moyens tangibles (puissance économique, financière, commerciale militaire) et d'éléments immatériels (créativité, *soft power*, ouverture au monde, sens des responsabilités). La nouvelle phase qui s'ouvre est une opportunité pour les États-Unis de renouer avec une conception plus classique de la puissance américaine et de son rapport au monde, à mi-chemin entre idéalisme et réalisme ; mais le danger serait que la conjugaison d'un *leadership* moins marqué, d'un recentrage domestique et de contraintes budgétaires vienne minorer la capacité d'influence du pays, dont les bénéfices économiques (les « dividendes de la paix ») sont loin d'être négligeables.

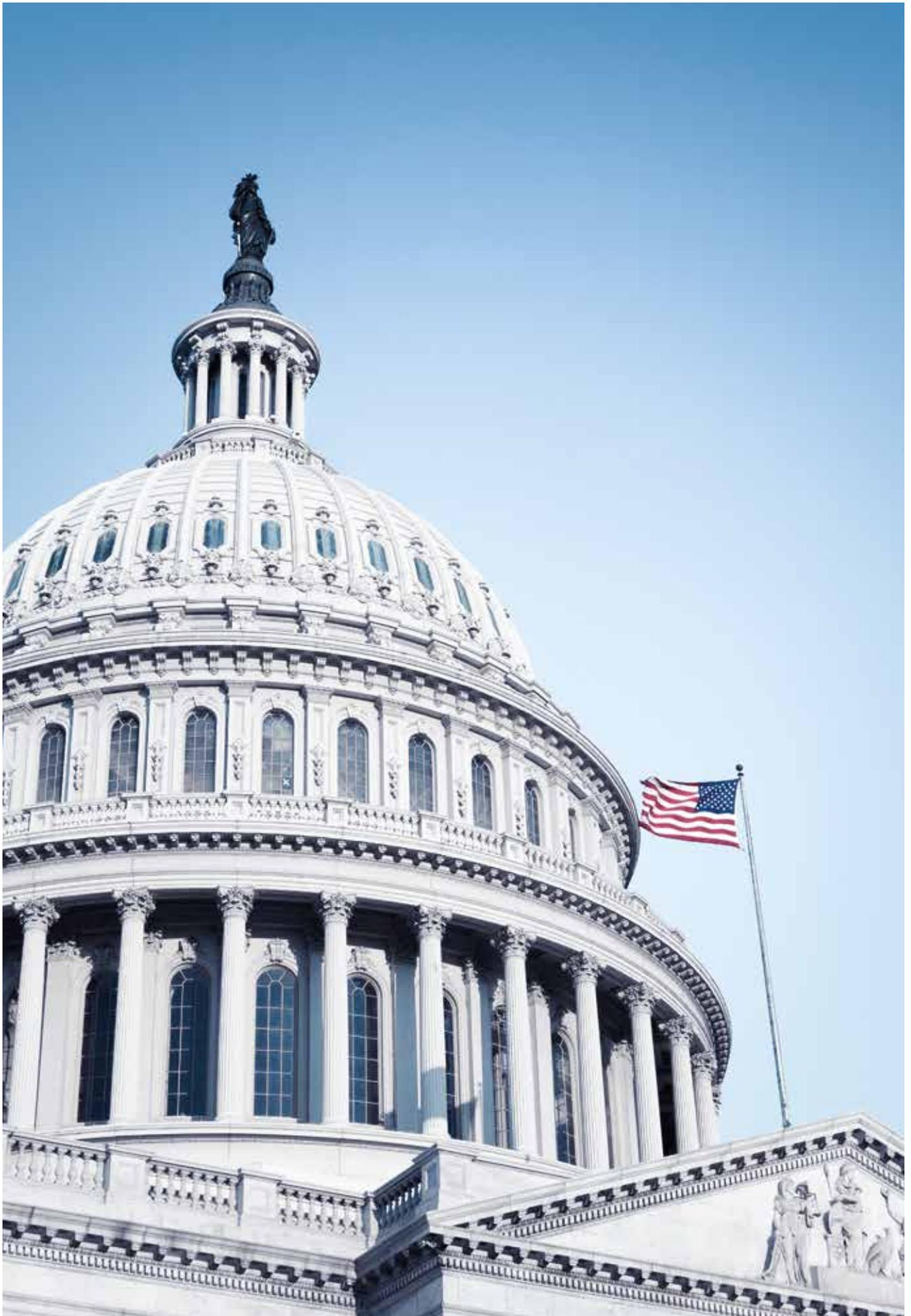


VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

3 - Bureau du budget du congrès.

4 - Politologue américain.



Washington, États-Unis

# FOCUS

## L'AGENDA ÉCONOMIQUE DE LA NOUVELLE ADMINISTRATION

Un Congrès divisé compliquera sans aucun doute la tâche de l'administration Biden.

Cela étant dit, au-delà d'un coup de pouce immédiat à la croissance, le programme économique de Joe Biden aurait causé des difficultés non négligeables à plus long terme.

Le blocage politique risque-t-il de compromettre le rebond de l'économie américaine et la transition climatique, ou limite-t-il le risque de dépenses publiques excessives et d'une inflation trop élevée ?

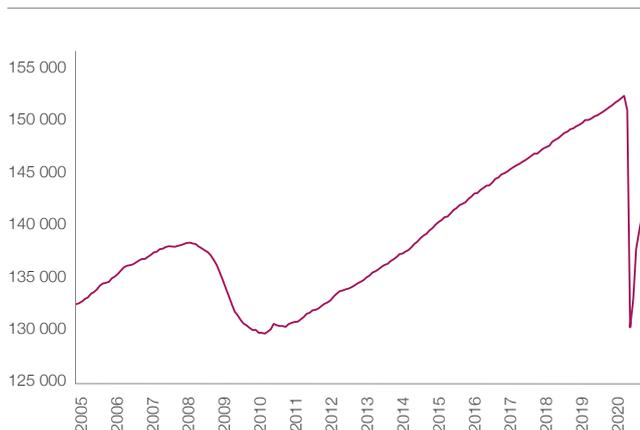
### UN CONGRÈS DIVISÉ : BONNE OU MAUVAISE NOUVELLE ?

Le président nouvellement élu, Joe Biden, avait concentré ses promesses de campagne sur un programme de dépenses budgétaires massif, atteignant 3 000 milliards de dollars. Ce programme aurait pu changer la donne pour la croissance, du moins à court terme. Toutefois, avec un Sénat à majorité républicaine et des ménages américains réclamant une aide d'urgence supplémentaire pour faire face à l'épidémie de COVID-19, le calendrier, la taille et la composition du plan de relance sont voués à s'écarter du projet initial, au moins en 2021.

### Indépendamment du résultat des élections, l'économie américaine a toujours besoin de mesures de relance budgétaire

Tenant compte de l'impact des transferts publics destinés à soutenir les revenus des ménages, qui ont permis une contraction moins grave qu'anticipé au deuxième trimestre, le Fonds monétaire international (FMI) a récemment révisé les prévisions du PIB américain pour 2020 (de -8 à -4,3 %).

### GRAPHIQUE 1 : ÉTATS-UNIS : CHIFFRES DE L'EMPLOI NON AGRICOLE, MILLIERS DE PERSONNES



Sources : Bureau des statistiques de l'emploi, Indosuez Wealth Management.

5 - Acheter américain.

Par rapport aux niveaux d'avant la crise, les ventes de détail (+4 %) se sont en effet redressées plus rapidement que la production industrielle (-7 %) aux États-Unis. Cette situation est partiellement due à une réorientation des dépenses, des services vers le commerce de détail, alors que la consommation des ménages ne s'est pas complètement rétablie (-3 % en glissement annuel au troisième trimestre). Tout en restant exceptionnellement élevées, les réserves d'épargne de précaution ont diminué (le taux d'épargne aux États-Unis est passé de 34 % en avril à 14 % en août), et le taux de chômage est presque deux fois plus haut qu'avant l'épidémie de COVID-19 (7,9 %, contre 3,7 % en 2019) (graphique 1).

### QUE PEUT-ON ATTENDRE DU PROGRAMME ÉCONOMIQUE DU PRÉSIDENT BIDEN ?

Le programme *Build Back Better* de Joe Biden s'articule autour de quatre piliers principaux :

- L'énergie propre et les infrastructures ;
- L'éducation, la santé et les prestations de soins ;
- Le plan *Buy American*<sup>5</sup> ;
- La réduction des écarts de richesse.

L'adoption de mesures de relance budgétaire substantielles avant la fin de l'année semblant peu probable, les priorités budgétaires feront l'objet d'un débat au début de l'année 2021. Une aide d'urgence supplémentaire sera nécessaire pour lutter contre la COVID-19, sous la forme d'une nouvelle série de chèques de relance, d'une augmentation des allocations chômage et d'une aide aux gouvernements des États et des collectivités locales en janvier 2021.

Dans ces circonstances plus contraignantes, l'Amérique de Joe Biden se prépare à plusieurs changements, détaillés ci-après.

### Les hausses d'impôts remises à plus tard

Le programme de Joe Biden est financé en partie par des augmentations d'impôts sur les sociétés (de 21 à 28 %) et les particuliers fortunés : imposition des plus-values des investisseurs selon le barème de l'impôt sur le revenu pour ceux qui gagnent plus d'un million de dollars, majoration du taux d'imposition marginal supérieur de 37 à 39,6 % et suppression du plafond des charges sociales.

La hausse de l'impôt sur les sociétés suscitant une forte opposition des Républicains, nous anticipons au minimum une négociation sur l'ampleur de l'augmentation de cet impôt, mais plus vraisemblablement le retrait pur et simple de cette proposition dans le contexte actuel de reprise économique très fragile. L'administration Biden considère néanmoins qu'une charge fiscale plus lourde pourrait être absorbée par les Américains fortunés et les entreprises sans nuire à la croissance économique. La reprise actuelle montre en effet d'importantes inégalités selon les catégories de revenus (voir l'article intitulé Les inégalités, une menace pour la croissance et la stabilité sociale, page 9).

### Une politique plus verte

Bien que le plan quadriennal de 2 000 milliards de dollars en faveur de la révolution énergétique risque d'être retardé en raison des impératifs de la lutte contre la COVID-19, l'administration Biden tentera de réintégrer l'Accord de Paris et de favoriser les projets écologiques en utilisant les fonds existants. Un plan d'investissement dans les infrastructures d'environ 1 000 milliards de dollars était déjà envisagé par l'administration Trump, mais sans cibler spécifiquement les projets d'énergie verte. En s'appuyant sur le consensus autour d'un « *New Deal* » en matière d'infrastructures, l'administration Biden devrait concentrer les financements sur des mesures prioritaires : véhicules propres, subventions à l'énergie verte, bâtiments économes en énergie et amélioration des infrastructures de transport.

### Une réglementation renforcée

L'administration Biden-Harris choisira probablement de renforcer les réglementations concernant le changement climatique, le secteur financier et le secteur technologique. Si Joe Biden était vice-président d'une administration Obama favorable à la Silicon Valley, il partage avec le président Donald Trump une certaine méfiance à l'égard des poids lourds de la technologie. Selon la Brookings Institution, le programme de Joe Biden favoriserait une concurrence accrue, l'application des lois *antitrust*, la confidentialité des données et la cyber sécurité. Son degré de fermeté par rapport à l'administration Trump doit cependant être relativisé à la lumière de plusieurs éléments : les liens étroits entre la vice-présidente Kamala Harris et les grandes entreprises technologiques, l'approche moins conflictuelle de l'administration Biden et la nécessité de maintenir une posture modérée afin de ne pas inciter les entreprises technologiques à délocaliser et/ou à augmenter les barrières à l'entrée pour les nouveaux venus potentiels.

En matière bancaire, il faut s'attendre à un renforcement de la réglementation, mais le principal sujet de discord sera l'introduction éventuelle d'une taxe sur les transactions financières. Toutefois, les banques ne seront pas forcément pénalisées par la présidence Biden, car la politique budgétaire expansionniste et la possible remontée des taux longs pourraient se révéler bénéfiques pour leur rentabilité.

### Privilégier les États-Unis (et leurs alliés)

La campagne de Joe Biden a tenté de séduire les électeurs en promettant d'orienter les dépenses publiques vers les produits américains. Un investissement quadriennal de 400 milliards de dollars a été proposé pour les marchés publics. Si cette partie du programme de Joe Biden risque d'être jugée excessive par les « faucons » budgétaires (républicains), le thème « *Buy American* » restera prédominant pendant son mandat, notamment en ce qui

concerne son positionnement face à la Chine. Alors que le nouveau président doit travailler à la réconciliation avec les alliés des États-Unis, l'éventuelle relocalisation des activités américaines demeurera un sujet d'actualité sous l'administration Biden, ces relocalisations pouvant être accueillies par les États-Unis ou leurs alliés.

### L'impact global sur la croissance devrait être mitigé à long terme

Comme l'augmentation des dépenses publiques et des paiements de transfert se révèle nettement supérieure aux hausses d'impôts, le plan de relance de Joe Biden, s'il est adopté dans sa totalité, stimulerait considérablement la croissance du PIB à court terme (graphique 2). Selon un rapport détaillé de Moody's, ce plan de relance élèverait le taux de croissance moyen de la période 2021-2024 (par rapport à un scénario fondé sur la poursuite de la politique actuelle) de 0,3 à 1 point de pourcentage, en fonction de l'ampleur des mesures adoptées en 2021.

À long terme, cependant, de multiples facteurs entrent en jeu. Certes, les mesures sociales visant à réduire les inégalités et à améliorer les soins de santé constituent un facteur positif pour la productivité à long terme. En revanche, l'impact des dépenses publiques et l'augmentation du salaire minimum pourraient alimenter l'inflation, stimulant ainsi la hausse des taux de financement à moyen terme. Une telle évolution effacerait une partie de l'impact positif du plan sur la croissance à court terme. En outre, la théorie de l'équivalence ricardienne<sup>6</sup> prévoit que les consommateurs anticiperont les effets à long terme de ce type de mesures, ce qui limitera l'efficacité de la politique budgétaire sur la consommation à court terme.

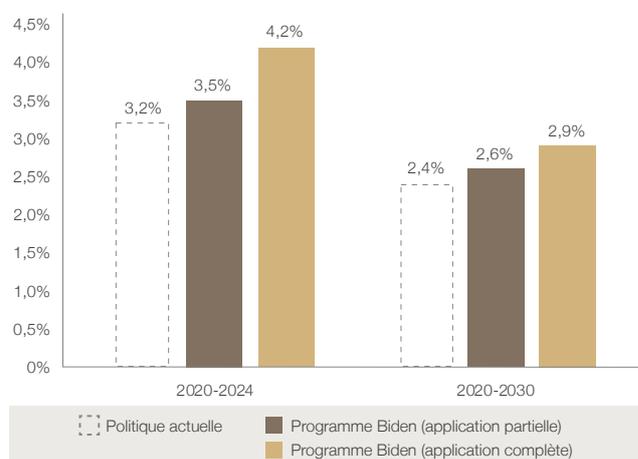
La réaction positive du marché à la victoire de Joe Biden s'explique en partie par l'anticipation d'une version édulcorée d'un plan de relance plus « centriste », où les Républicains limiteront la portée de certaines mesures socialement viables, mais porteuses de potentiels déséquilibres structurels.



**BÉNÉDICTE KUKLA**

Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

### GRAPHIQUE 2 : MOYENNE DE LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB, %



Sources : Moody's Analytics, Indosuez Wealth Management.

6 - Selon cette hypothèse, si le gouvernement finance des dépenses supplémentaires par le déficit budgétaire, les contribuables anticipent qu'ils devront payer plus d'impôts à l'avenir, ce qui se traduit à court terme par une augmentation de leur épargne allant à l'encontre de l'effet souhaité par le gouvernement (une augmentation de la consommation personnelle).

# LES INÉGALITÉS, UNE MENACE POUR LA CROISSANCE ET LA STABILITÉ SOCIALE

La COVID-19 n'est pas un « virus de l'égalité des chances », car elle frappe la santé et l'emploi des travailleurs peu qualifiés de manière disproportionnée.

Les fortes inégalités de revenus, dans des pays tels que les États-Unis, pèsent sur le potentiel de croissance et devraient préoccuper de plus en plus les gouvernements et les entreprises à l'avenir.

Depuis des décennies, les économistes tentent d'évaluer l'impact des inégalités sur la croissance économique. Si la théorie permet d'envisager des effets négatifs et positifs, les preuves empiriques montrent qu'un niveau d'inégalité significatif a un impact globalement négatif sur la croissance à long terme. La COVID-19, comme les pandémies qui l'ont précédée, va accroître les inégalités dans un contexte où celles-ci, notamment aux États-Unis, constituaient déjà un enjeu majeur pour la justice sociale, mais aussi pour la croissance économique et, par conséquent, pour les investisseurs.

## LES INÉGALITÉS DE REVENUS ONT UN IMPACT AVÉRÉ ET ESSENTIELLEMENT NÉGATIF SUR LA CROISSANCE

D'un point de vue théorique, l'augmentation des inégalités de revenus peut se traduire par des effets à la fois positifs et négatifs sur la croissance économique. Dans les années 1950 et 1960, l'opinion dominante considérait que de fortes inégalités pouvaient stimuler la croissance, la perspective de revenus plus élevés incitant à faire plus d'efforts, à prendre plus de risques, à recruter de la main-d'œuvre et à investir davantage dans l'éducation. En outre, on estimait que des inégalités accrues favorisaient la croissance *via* des investissements plus importants, les groupes à revenus plus élevés ayant tendance à épargner et à investir davantage. Ces idées sont à rapprocher de la théorie du ruissellement, popularisée sous l'administration Reagan et défendue par l'administration Trump, selon laquelle l'économie américaine sera prospère si les coffres des entreprises et des hauts revenus sont remplis.

Néanmoins, de très nombreuses études soulignent les effets négatifs des inégalités sur la croissance économique :

- Du côté de l'offre, un niveau élevé d'inégalités de revenus peut détériorer la croissance potentielle d'une économie, et plus particulièrement son capital humain. Les inégalités réduisent les opportunités professionnelles offertes aux groupes les plus démunis, restreignant ainsi la mobilité sociale et limitant la croissance potentielle. De même, elles diminuent les investissements dans l'éducation et les soins de santé des

segments inférieurs de la population. Si l'impact sur le niveau de l'éducation n'a pas nécessairement une incidence à court terme sur la croissance, il a de fortes implications sur la formation du capital humain, ce qui freine la croissance économique à long terme<sup>7</sup>. Enfin, de manière plus indirecte, les inégalités sont susceptibles d'avoir un effet néfaste sur les perspectives de production, car elles peuvent aussi, dans une certaine mesure, encourager les politiques populistes et les tensions sociales, ce qui favorise la frilosité des investisseurs<sup>8</sup>.

- Du côté de la demande, les particuliers aisés ont une moindre propension à consommer. Plus précisément, comme ils disposent de revenus permettant largement de satisfaire leurs besoins, chaque dollar de revenu marginal qui leur est consacré a plus de chances d'être économisé que dépensé. Par conséquent, les inégalités risquent de peser sur la croissance du PIB, car elles traduisent une distribution du revenu national défavorable à ceux qui ont la plus forte propension à consommer.
- Le crédit offre potentiellement un moyen de compenser les inégalités et d'alimenter la consommation des groupes à faibles revenus. Il est toutefois prouvé que cette solution est source de déséquilibres, la hausse des inégalités ayant causé le boom du crédit qui a conduit à la crise financière de 2008 aux États-Unis<sup>9</sup>.
- Dans l'ensemble, bien qu'un certain degré d'inégalités puisse renforcer les incitations au travail, les études empiriques suggèrent que toute hausse des inégalités pèse sur la croissance.
- En 2015, le FMI a observé qu'une augmentation d'un point de pourcentage de la part des 20 % les plus riches de la population freinait la croissance du PIB de 0,08 % au cours des cinq années suivantes.
- Une étude similaire de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) estime qu'une hausse du coefficient de Gini de 3 points de pourcentage aurait un impact négatif sur la croissance de 0,35 % par an pendant vingt-cinq ans (soit un total de 8,5 % du PIB).

7 - Baur, Colombier & Daguët, 2015.

8 - Peterson & Schoof, 2015.

9 - Rajan, 2010 et Kumhof & Rancière, 2011.

## LE POINT SUR LES INÉGALITÉS AUX ÉTATS-UNIS

Depuis près d'un demi-siècle, les inégalités se sont accrues aux États-Unis de manière quasi ininterrompue, tant sous les administrations démocrates que républicaines. En 2019, les 20 % des familles les mieux rémunérées gagnaient plus de la moitié de l'ensemble des revenus américains (graphique 3). Si le coefficient de Gini s'est amélioré pour les États-Unis (passant de 0,46 en 2000 à 0,43 en 2019), il reste proche des pires niveaux observés à travers le monde.

Le revenu médian des ménages (graphique 4) a toutefois augmenté aux États-Unis, passant d'environ 63 000 dollars en 2014 à 68 000 dollars en 2019.

Néanmoins, ces récentes améliorations ont été contrariées par la pandémie de COVID-19, qui a entraîné l'une des baisses les plus brutales de l'emploi jamais enregistrées (12,6 millions d'Américains étaient toujours au chômage aux États-Unis en septembre 2020).

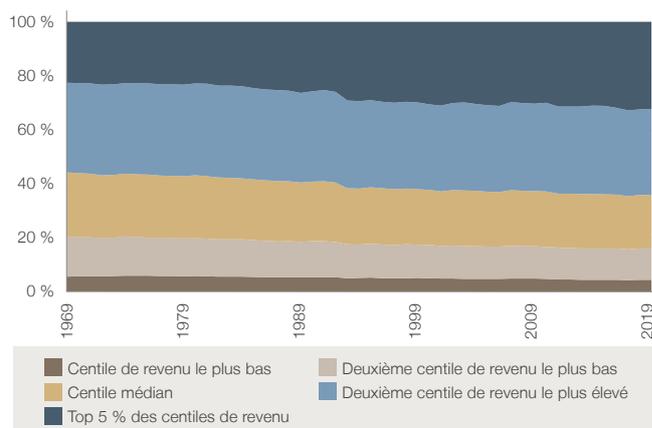
## LES PANDÉMIES ACCENTUENT LES DISPARITÉS

Une étude récente sur les cinq grandes pandémies de ce siècle – SRAS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), Ebola (2014) et Zika (2016) – a conclu que, en moyenne, le coefficient de Gini mesurant les inégalités avait augmenté de manière persistante pendant cinq ans après l'événement<sup>10</sup>. De tels impacts s'expliquent par les pertes d'emploi et autres facteurs pénalisant les revenus. Les effets disproportionnés des pandémies sur les déciles de revenus inférieurs sont très frappants : l'emploi des diplômés de l'enseignement supérieur n'a guère été touché, alors que l'emploi des personnes ayant un faible niveau d'éducation a chuté de façon dramatique. Cette tendance a été particulièrement marquée pendant la crise actuelle aux États-Unis (graphique 5).

Pour reprendre les termes du FMI, la COVID-19 n'est pas un « virus de l'égalité des chances », car elle aggrave les inégalités, notamment en raison de son impact excessif sur les travailleurs peu qualifiés :

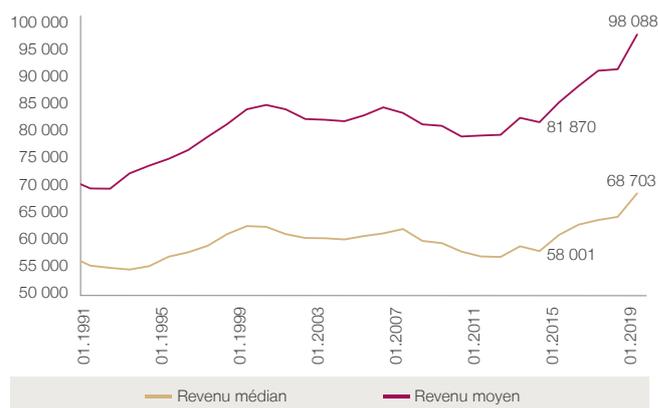
- Les travailleurs peu qualifiés sont moins à même de travailler à domicile que ceux des déciles supérieurs ;
- Les professions moins bien rémunérées sont plus susceptibles d'avoir été perturbées par la COVID-19 et souffrent généralement davantage pendant les récessions ;
- La dégradation des perspectives d'emploi est plus importante pour certains groupes de travailleurs, en particulier les travailleurs peu qualifiés de secteurs des services tels que la restauration ;
- Les travailleurs peu qualifiés ont un accès limité aux soins de santé privés et une plus grande vulnérabilité sanitaire préexistante.

## GRAPHIQUE 3 : DISTRIBUTION DU REVENU DES MÉNAGES, %



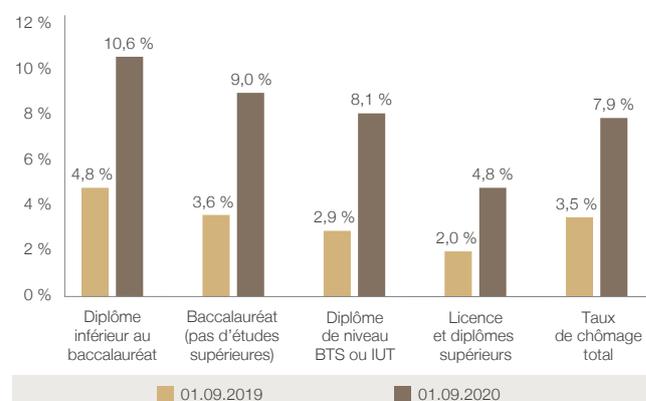
Sources : Bureau du recensement américain, Indosuez Wealth Management.

## GRAPHIQUE 4 : REVENU MÉDIAN DES MÉNAGES 2019, USD



Sources : Bureau du recensement américain, Indosuez Wealth Management.

## GRAPHIQUE 5 : TAUX DE CHÔMAGE PAR NIVEAU D'ÉDUCATION, %



Sources : Bureau américain des statistiques de l'emploi, Indosuez Wealth Management.



Californie, États-Unis

Aux États-Unis, ces effets ont été particulièrement visibles parmi les minorités, qui occupent de manière disproportionnée des emplois peu rémunérés.

Enfin, alors que le taux de chômage a augmenté en avril et en mai 2020, les marchés financiers ont connu une reprise en V sur la même période, ce qui accentuera la divergence des effets sur les revenus et la richesse entre les groupes à faibles revenus et ceux à revenus élevés sur l'année 2020.

## QUELLES SONT LES IMPLICATIONS POUR LES RESPONSABLES POLITIQUES ET LES INVESTISSEURS ?

La crise déclenchée par la COVID-19 est désormais unanimement considérée comme la pire calamité économique survenue depuis la Grande Dépression. Au mois de janvier, le FMI prévoyait une croissance de 3,3 % du revenu mondial. Dix mois plus tard, il anticipe une contraction de 4,7 %.

La situation actuelle justifie l'ampleur des plans de relance adoptés dans le monde entier pour atténuer les lourdes conséquences de la COVID-19 sur les groupes à faibles revenus, en développant les systèmes d'assistance sociale et en renforçant les programmes de travaux publics pour fournir des emplois et éviter un effet d'hystérèse (augmentation durable du taux de chômage).

La politique monétaire a également son rôle à jouer, puisqu'elle peut choisir de se concentrer davantage sur l'emploi que sur l'inflation. De son côté, l'administration Biden a déclaré souhaiter, dans le cadre de son programme économique, que la Fed se préoccupe sur les inégalités de revenus touchant les minorités.

Loin de se limiter aux enjeux de justice sociale, l'impact des inégalités concerne aussi la croissance et se révèle, à ce titre, digne d'intérêt pour les investisseurs. Dans les pays affichant d'importantes inégalités préexistantes, l'impact à long terme de la pandémie de COVID-19 sur la croissance sera plus sévère.



**BÉNÉDICTE KUKLA**

Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

# LES ÉTATS-UNIS RESTERONT-ILS UNE SUPERPUISSANCE ?

Joe Biden sera-t-il en mesure de maintenir les États-Unis au centre de la scène internationale, afin de s'assurer que le monde reste conforme aux intérêts américains ? Les États-Unis ont-ils déjà perdu trop de crédit pour espérer atteindre cet objectif ?

Les Américains souhaitent naturellement voir le gouvernement se concentrer sur les enjeux domestiques. Cependant, le nouveau président sera peut-être contraint de se rapprocher de ses alliés afin de limiter l'influence de la Chine.

En deux ou trois décennies, les États-Unis sont passés d'un questionnement existentiel sur la solitude du pouvoir d'une hyperpuissance unipolaire<sup>11</sup> à un débat sur le risque de déclin face à la Chine et l'émergence d'un « monde post-américain ». Cette crainte de la perte du rôle de superpuissance ne date pas des années Trump, et provient autant de la montée en puissance de la Chine que de la tentation structurelle aux États-Unis du repli sur soi. Avec le risque que cette réticence à assumer ce rôle décrédibilise la dissuasion américaine et fissure une communauté internationale de moins en moins ordonnée. Les enjeux sont donc cruciaux à l'aube de cette nouvelle présidence.

## UNE NOUVELLE ÈRE POUR L'AMÉRIQUE ?

L'arrivée d'un nouveau président et d'une nouvelle équipe à la Maison Blanche est-elle de nature à changer la direction que prendront les États-Unis dans leur rapport au monde, alors que le pays est en proie au doute et qu'il a connu une série d'échecs militaires et diplomatiques au cours de la dernière décennie ?

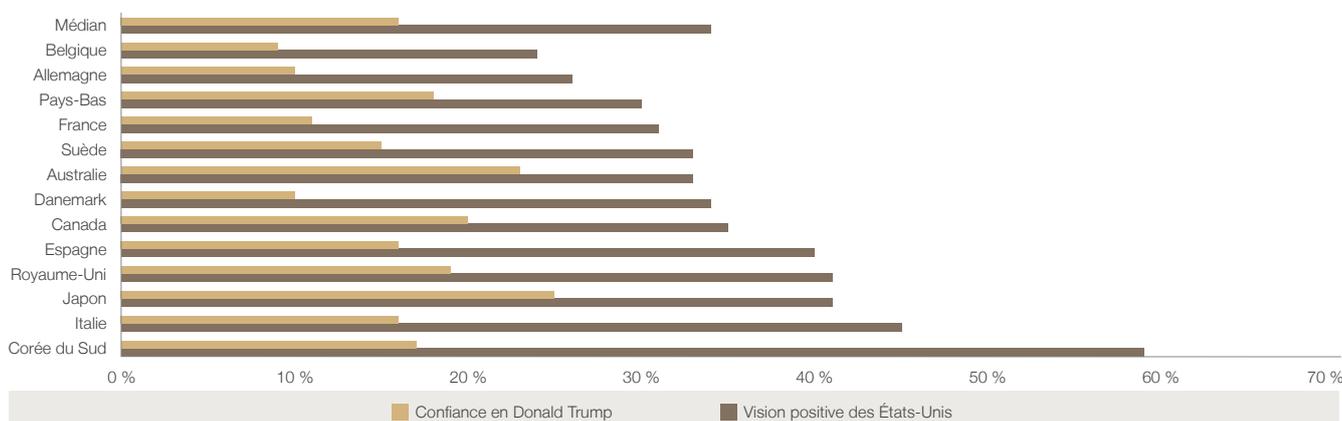
La présidence Trump a constitué une rupture forte. Elle a remis en cause non seulement le rôle global que les États-Unis doivent jouer et leur façon d'interagir avec les autres nations, mais aussi les attributs extraterritoriaux de la puissance américaine, comme les institutions internationales ou le parapluie militaire apporté aux alliés. Le *soft power*<sup>12</sup> des États-Unis, qui avait été reconquis par Barack Obama après deux guerres difficiles, s'est dégradé au cours des quatre dernières années.

Cette perte de *leadership* est sensible au fil des années ; mais, si l'on en juge par la manière dont l'Amérique est désormais perçue à travers le monde, elle n'a rien d'inéluctable et, de plus, les sondages d'opinion montrent qu'une distinction est opérée entre le pays et son président (graphique 6).

Cette tendance à la perte d'influence est-elle réversible ? La question se posera d'autant plus que les dommages infligés aux institutions internationales sont considérables et que les espaces laissés aux autres puissances sont devenus béants – la Chine a su en tirer parti dès 2017 avec, par exemple, la sortie des États-Unis du Traité transpacifique. Un changement de style (ou, du moins, un retour à un style plus conventionnel) est attendu à Washington, et cela devrait faire mieux accepter le rôle de l'Amérique. Mais, par-delà la forme, inverser cette tendance requerra probablement que les États-Unis assument leur rôle de superpuissance, prennent des options stratégiques claires, y associent leurs partenaires et en supportent le coût.

Être une superpuissance, c'est d'abord exercer une responsabilité, porter une ambition et affirmer une volonté ; c'est sur ce plan que l'Amérique semble le plus en proie au doute, après une décennie de conflits coûteux sans solution politique et une logique de repli ayant parfois laissé place au chaos, comme en Irak. Cette tentation du repli et de la normalisation de la place des États-Unis ne date pas d'hier ; elle était déjà au cœur des propos de Bill Clinton à la fin de son deuxième mandat (« Il faut créer le monde où nous aimerions vivre en acceptant de ne plus être la seule superpuissance mondiale »).

GRAPHIQUE 6 : OPINIONS SUR LES ÉTATS-UNIS ET SON PRÉSIDENT, %



Sources : PEW Research 2020 - Global attitudes Survey, CA Indosuez Wealth Management.

11 - Fareed Zakaria est un journaliste et politologue américain d'origine indienne.

12 - Joseph Nye, Jr. est un analyste et théoricien des relations internationales.



États-Unis

C'est sur la volonté et l'ambition de l'Amérique que la présidence de Joe Biden suscite aujourd'hui le plus de doutes. Son style moins incisif que celui de ses prédécesseurs et un projet focalisé sur la politique intérieure alimentent cette interrogation. Beaucoup dépendra de l'équipe qui l'entourera, et beaucoup aussi des circonstances. En effet, il risque de se produire ce qui s'est passé pour les présidents précédents : face à l'urgence, les États-Unis n'ont pas d'autre choix responsable que de s'impliquer, *a minima* pour préserver leurs intérêts. C'est notamment le message que la Brookings Institution passe au nouveau président. À l'inverse, si les États-Unis de Joe Biden devaient apparaître comme un « protecteur fragile et hésitant de l'ordre international<sup>13</sup> », la Chine et la Russie continueraient à renforcer leur emprise régionale. Il est donc probable que l'Amérique soit contrainte de se réintéresser au Moyen-Orient et de rouvrir une discussion avec l'Iran.

## LES CONDITIONS DE LA PUISSANCE

Au-delà de la volonté, l'enjeu est aussi de savoir si les États-Unis ont encore les moyens de leur ambition globale. En effet, pour demeurer une superpuissance, il faut en avoir les moyens :

- Une puissance militaire, permettant d'agir, d'assurer une présence globale et de rendre crédible la dissuasion ;
- Un *leadership* technologique, attribut critique de la puissance au cœur de la rivalité avec la Chine ;
- Une devise forte, gage de souveraineté et de prospérité autant que de rayonnement ;

- Des institutions, des règles pour asseoir un pouvoir et le faire perdurer par-delà le rapport de forces qui l'a rendu possible initialement (les institutions de 1945, en somme) ;
- Des alliés qui restent acquis durablement et font bloc face aux rivaux.

Premièrement, la question de la dissuasion militaire se pose en termes non seulement de coûts, mais aussi de gains (les fameux « dividendes de la paix ») : le surcroît de création de richesse, d'investissement, d'échanges et d'innovation permis par les longues périodes de prospérité. De ce point de vue, consacrer de 3 à 4 % du PIB américain au maintien d'une *pax americana* est sans doute un bon investissement, en comparaison avec la destruction de capital humain et de capital industriel constatée lors des deux conflits mondiaux. Les États-Unis représentent encore 38 % des dépenses militaires mondiales (presque trois fois le budget militaire chinois), et leur augmentation en 2019 équivaut à la totalité du budget militaire allemand.

Deuxièmement, la course au *leadership* technologique est stratégique et restera l'une des priorités de Washington : c'est ce qui, *in fine*, permettra tant de garantir une suprématie géostratégique que de préserver la souveraineté d'un État et de ses données. Ce sujet est au cœur de la rivalité avec la Chine, et cette compétition ne s'arrêtera pas avec la fin du mandat de Donald Trump. C'est sur ce volet que la confrontation est la plus tendue et que le terme de *containment* (endiguement), forgé par George Kennan pendant la guerre froide, semble le mieux décrire la façon dont les États-Unis perçoivent leur relation future avec la Chine depuis une décennie (même si Barack Obama avait récusé ce terme lors de son initiative « *pivot to Asia*<sup>14</sup> » en 2011).

13 - Robert Kagan est un politologue américain.

14 - Basculement vers l'Asie.

Troisièmement, l'avenir du dollar est clé pour le *leadership* américain. Souvent perçue comme purement économique, la question de la monnaie est tout sauf anodine sur le plan géopolitique. La dimension incontournable du dollar en fait la première monnaie de réserve et d'échange, ce qui permet aux États-Unis non seulement de financer ses déficits, mais aussi de dominer des institutions comme le FMI et d'imposer une conception extraterritoriale du droit. Il s'agit donc d'un enjeu de prospérité autant que de puissance. Le jour où cette équation sera bouleversée (voir article Le dollar américain : une gloire appartenant au passé ?), le paradigme de la puissance américaine sera chamboulé, et l'accès de la Chine au *leadership* s'en trouvera facilité.

Quatrièmement, les États-Unis devraient s'appuyer davantage sur les institutions internationales. Ces dernières seront probablement plus respectées, mais dans la mesure où elles servent les intérêts américains et où elles préservent un ordre international qui consacre leur rôle prééminent. Face à des menaces diffuses qui ne se limitent pas à la Chine et au terrorisme, il y a fort à parier que la grille d'analyse du « *reluctant sheriff*<sup>15</sup> » – le « *shérif réticent* » contraint de constituer des alliances à géométrie variable en fonction des terrains – restera pertinente.

## UN NOUVEAU PACTE AVEC LES ALLIÉS

Enfin, la force des États-Unis, comparés à la Chine, est de disposer d'un puissant réseau d'alliés. En somme, ce qui compte est moins la puissance d'une nation elle-même que la puissance combinée d'un bloc. « La puissance n'est pas un absolu, mais une relation humaine<sup>16</sup> ». Le maintien des États-Unis au rang de chef d'orchestre de cet ordre mondial façonné à la sortie de la guerre froide implique de consolider des partenariats forts – à défaut de croire au multilatéralisme, concept auquel les Américains n'ont jamais totalement souscrit. Cette logique de reconstruction d'alliances devrait leur permettre non seulement de renouveler le sens du projet de l'OTAN (Organisation du traité de l'Atlantique nord) et d'en partager le fardeau, mais aussi de ralentir et de canaliser les avancées de la Chine et les tentatives de déstabilisation initiées par la Russie.

Plus l'Inde sera puissante et plus les États-Unis pourront s'appuyer sur elle, meilleures seront leurs chances de contrebalancer la domination de la Chine sur l'Asie. Au final, ce qui importera le plus aux Américains ne sera pas la puissance en soi, mais la garantie de souveraineté, de stabilité et de prospérité qu'elle procure.

En conclusion, les États-Unis n'ont probablement pas d'autre option que d'essayer de rester le plus longtemps possible une hyperpuissance, s'ils ne souhaitent pas se faire imposer un ordre international qui ne garantirait plus la préservation de leurs intérêts et la prééminence de leurs valeurs. Chaque campagne présidentielle est l'occasion de promettre aux électeurs américains de se focaliser sur les problèmes intérieurs, mais chaque président a été rattrapé par une réalité internationale imprévisible et instable à laquelle il a dû s'adapter et qu'il a dû s'efforcer de gérer.

La grande chance de l'Amérique, c'est qu'elle est toujours le *leader* par élimination. Les pays puissants et influents sont encore prêts à l'accepter et à l'assister et certains pays d'Asie peuvent continuer de la préférer à la Chine. Les États-Unis ont donc encore largement les moyens de leur puissance ; tout repose désormais sur leur volonté et sur les choix qu'ils feront.



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

15 - Richard Haass (1997) ; métaphore selon laquelle les États-Unis sont mandatés par les Nations Unies (à la manière d'un shérif mandaté par le juge) pour rétablir la paix en recrutant un détachement pour lui prêter main-forte.

16 - Raymond Aron, *Paix et guerre entre les nations*, 1962.

# DÉCARBONER LES ÉTATS-UNIS, UN DÉFI MAJEUR POUR LA PROCHAINE DÉCENNIE

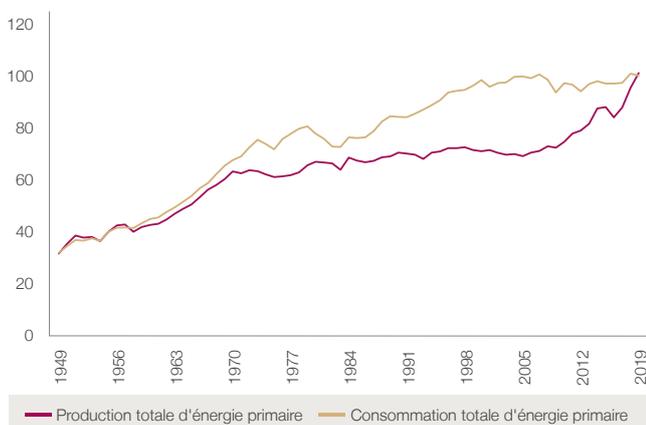
Avec ou sans un candidat plus « vert » à la présidence des États-Unis, la transition vers une énergie plus propre était jugée indispensable pour la prochaine décennie.

Le gouvernement américain doit désormais se mobiliser pour compléter les mesures déjà adoptées par de nombreux États, citoyens et entreprises privées.

Si la crise provoquée par la COVID-19 a incontestablement causé une surmortalité importante et la désolation économique en 2020, elle a suscité quelques espoirs de transition durable vers des sources d'énergie plus propres. Tout d'abord, les émissions de CO<sub>2</sub> ont temporairement connu une baisse considérable en 2020, alors que les gens étaient confinés, les avions immobilisés sur les tarmacs et les autoroutes fluides à travers le monde. L'Agence internationale de l'énergie (IEA) a estimé, dans l'édition 2020 de ses *Perspectives de l'énergie mondiale*, que les émissions de CO<sub>2</sub> liées à l'énergie avaient diminué de 7 % en 2020 – l'équivalent de 2,4 gigatonnes (GT) en termes absolus –, retrouvant ainsi le niveau qui prévalait il y a dix ans. Néanmoins, nous savons tous qu'il s'agit d'un phénomène passager, puisque la reprise économique ramènera les émissions de gaz à effet de serre à leur niveau pré-pandémique.

Si le changement climatique est un problème mondial, la Chine et les États-Unis sont les plus grands émetteurs de CO<sub>2</sub> en termes absolus, tandis que les États-Unis (graphique 7) et le Canada sont en tête pour les émissions par habitant parmi les pays avancés, derrière les producteurs d'énergie du Moyen-Orient. Avant même l'élection d'un président plus « vert » en la personne de Joe Biden, la transition vers une énergie plus propre était déjà jugée nécessaire pour la prochaine décennie. Grâce au développement du pétrole de schiste, les États-Unis sont redevenus un exportateur net d'énergie en 2019, après avoir été dans la position d'importateur net pendant plus de 70 ans.

**GRAPHIQUE 7 : PRODUCTION ET CONSOMMATION TOTALES D'ÉNERGIE PRIMAIRE AUX ÉTATS-UNIS, QUADRILLIONS DE BTU\***



\* BTU: Unité Thermique Britannique.  
Sources : Agence d'information sur l'énergie américaine, Indosuez Wealth Management.

Toutefois, malgré des efforts continus pour développer l'énergie nucléaire et les énergies renouvelables, la production énergétique américaine repose encore à 80 % sur les combustibles fossiles, tandis que la production d'énergies renouvelables est restée très stable en pourcentage de la production totale au cours des 70 dernières années (graphique 8).

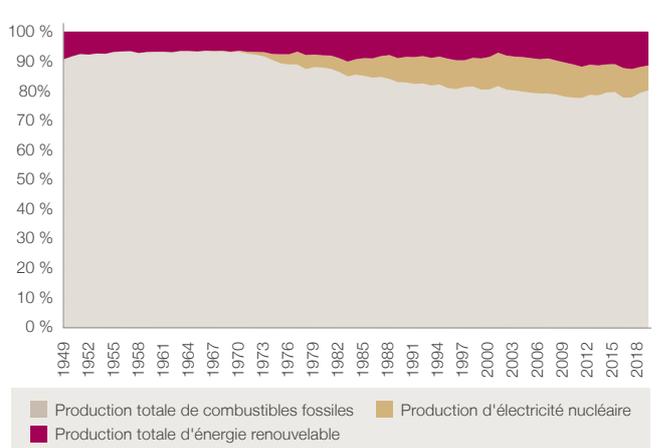
## LA NÉCESSITÉ D'UN PLAN AMBITIEUX POUR LES ÉNERGIES RENOUVELABLES

La part constante des énergies renouvelables dans le mix énergétique américain est due au fait qu'elles proviennent de l'hydroélectricité et donc de grands barrages construits avant la Seconde Guerre mondiale, comme le barrage Hoover en 1935 ou le barrage Theodore Roosevelt en 1911. Étant donné la capacité limitée de construction de nouveaux barrages, les États-Unis devront mettre en œuvre un programme d'énergies renouvelables ambitieux s'ils souhaitent réduire les émissions de CO<sub>2</sub>.

L'Agence internationale de l'énergie (IEA) a élaboré un certain nombre de scénarios afin d'évaluer les efforts nécessaires pour atteindre l'objectif « zéro émission nette » d'ici 2050 :

- Scénario des politiques déclarées, reflétant les politiques actuelles annoncées par divers pays ;

**GRAPHIQUE 8 : PRODUCTION D'ÉNERGIE AUX ÉTATS-UNIS PAR TYPE, %**



Sources : Agence d'information sur l'énergie américaine, Indosuez Wealth Management.

- Scénario de développement durable (SDD), incluant un renforcement des politiques et des investissements dans les énergies propres visant à atteindre pleinement les objectifs définis en matière d'énergie durable ;
- « Zéro émission nette » d'ici 2050.

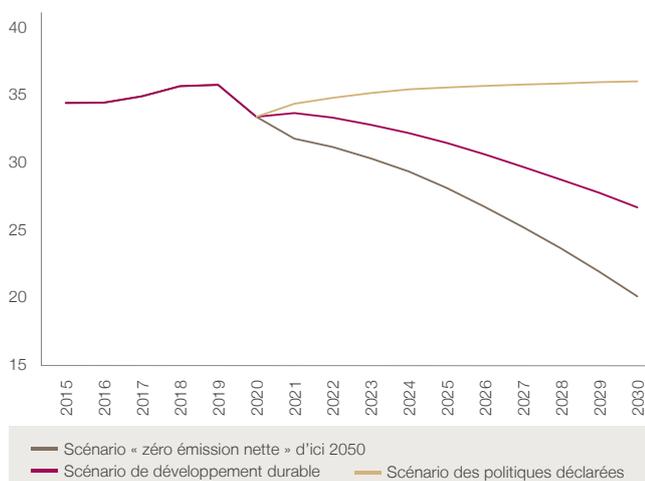
Comme le montre le graphique 9, les politiques déjà annoncées par de nombreux pays à travers le monde manquent de crédibilité pour atteindre l'objectif « zéro émission nette ». Même si certains pays vont au-delà et atteignent, par exemple, les objectifs de l'Accord de Paris, cela ne suffira pas à éliminer complètement leurs émissions d'ici 2050. Des mesures draconiennes seront donc nécessaires de la part des citoyens, des gouvernements et des entreprises privées.

Pour que ces scénarios puissent se réaliser, la demande énergétique mondiale devra diminuer, et le bouquet énergétique changer radicalement. Comme le montre le graphique 10, les énergies renouvelables ont un rôle important à jouer, notamment en vue de remplacer le charbon. Les américains utilisent toujours le charbon pour produire un quart de leur électricité, utilisation qui représente 90 % de la production nationale de cette source fossile d'énergie. Aux États-Unis comme ailleurs, l'expansion du solaire, de l'éolien et bientôt de l'hydrogène en tant qu'alternatives énergétiques propres sera la clé de la transition énergétique et de la réduction de la demande de charbon.

## SI LE GOUVERNEMENT AMÉRICAIN N'AGIT PAS, D'AUTRES LE FERONT

En 2016, les États-Unis dirigés par l'administration Obama ont approuvé l'Accord de Paris. Conclusion de la COP21 qui s'était tenue l'année précédente, cet accord vise à minimiser le changement climatique et à contenir, d'ici 2050, la hausse des températures en deçà de 2 degrés Celsius par rapport aux niveaux préindustriels.

GRAPHIQUE 9 : ÉMISSIONS DE CO<sub>2</sub> SELON DIVERS SCÉNARIOS, GIGATONNES



Sources : IEA (Énergie et procédés industriels – Les émissions de CO<sub>2</sub> et les leviers de réduction dans les scénarios WEO 2020, 2015-2030), Indosuez Wealth Management.

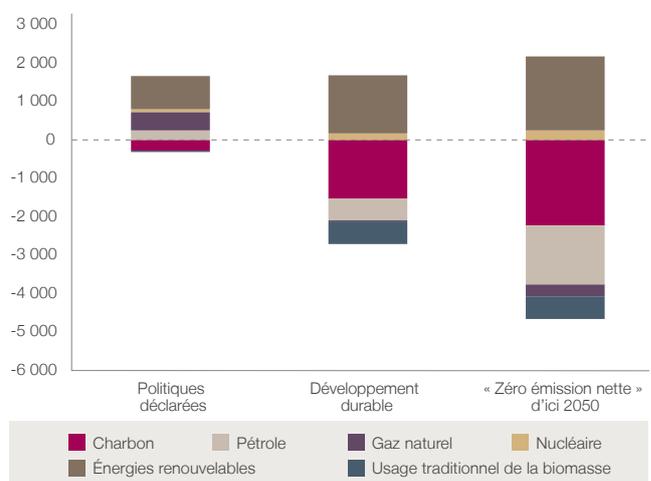
Bien que l'Accord de Paris soit non contraignant et n'introduise aucune mesure exécutoire, Donald Trump a décidé que les États-Unis s'en retireraient en 2017. Cependant, avec ou sans soutien fédéral, les États-Unis dans leur ensemble ont commencé à lutter contre le changement climatique.

Les États eux-mêmes ont le pouvoir de promulguer des lois et peuvent proposer des solutions. La Californie, par exemple, tire plus de 30 % de son électricité des énergies renouvelables, principalement du solaire et de l'éolien. Dans le cadre de sa loi sur le climat de 2018, elle prévoit de porter cette part à 60 % d'ici 2030 et d'atteindre l'objectif de neutralité carbone d'ici 2045.

## DES GÉANTS INDUSTRIELS AUX GÉANTS TECHNOLOGIQUES ET VICE VERSA ?

Les entreprises privées se montrent également très actives. Les véhicules électriques (VE) sont indispensables pour réduire le poids de la consommation de pétrole et le constructeur américain Tesla a pris une avance considérable dans ce secteur, au point d'accéder au rang de premier constructeur automobile mondial par la capitalisation boursière en 2020. Toutefois, la décarbonation ne sera pas effective si l'électricité elle-même est produite par des centrales électriques au charbon. Les deux énergies renouvelables alternatives que sont le solaire et l'éolien pourraient bientôt être complétées par l'hydrogène vert, une source d'énergie prometteuse car son seul sous-produit est l'eau utilisée pour produire de l'électricité. Alors que l'hydrogène est principalement produit par le reformage du gaz naturel ou la gazéification du charbon, l'hydrogène vert renouvelable provenant de l'électrolyse de l'eau alimentée par une énergie propre, comme une éolienne ou un panneau solaire, suscite de grands espoirs.

GRAPHIQUE 10 : SCÉNARIOS ÉVOLUTION 2019-2030 DE LA DEMANDE MONDIALE PAR COMBUSTIBLE, MTEP\*



\* Mtep: Mégatonne d'équivalent pétrole. Sources : IEA, Indosuez Wealth Management.



Nevada, États-Unis

Là encore, les entreprises américaines sont à l'avant-garde du développement des énergies propres : par exemple, Air Products and Chemicals construit actuellement un complexe de 5 milliards de dollars destiné à la production d'hydrogène vert en Arabie saoudite.

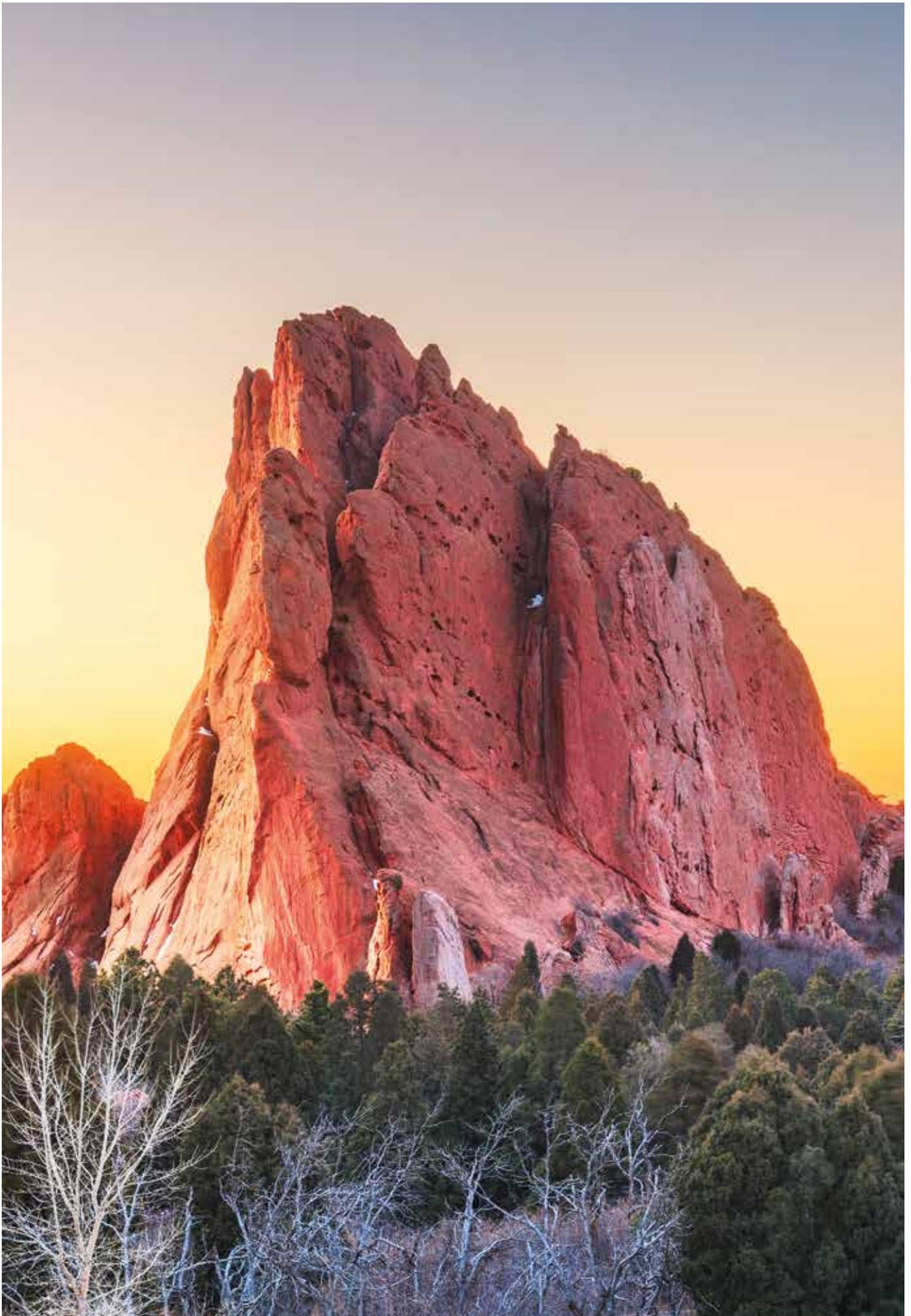
Alors que l'indice Dow Jones était constitué, il n'y a pas si longtemps, de conglomérats industriels tels que General Electric ou Alcoa, des entreprises technologiques comme Apple, Microsoft et Salesforce ont peu à peu remplacé ces groupes cycliques. Cependant, la révolution verte pourrait relancer le secteur industriel et un nouveau champion pourrait émerger dans les produits chimiques (production d'hydrogène), les biens d'équipement (piles à combustible, panneaux solaires), les biens et services industriels (trains et avions fonctionnant à l'hydrogène) ou encore les services publics (production et distribution d'électricité propre).

Les États-Unis, qui sont l'un des principaux émetteurs de CO<sub>2</sub>, doivent relever un défi de taille pour réduire leur empreinte carbone et aider le monde à atteindre l'objectif « zéro émission ». Si un certain nombre d'États, de citoyens et d'entreprises privées ont déjà pris des mesures dans ce sens, le soutien du gouvernement fédéral sera essentiel au cours de la prochaine décennie. Il va sans dire que la transition énergétique représente une énorme opportunité économique, et les États-Unis ne laisseront certainement pas la Chine ou l'Union européenne devenir les seuls *leaders* mondiaux en matière d'énergie propre.



**NICOLAS MOUGEOT**

Head of Global Trends and ESG Advisory,  
Indosuez Wealth Management



Colorado, États-Unis

# PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

## UN CHOC SANS PRÉCÉDENT, DES RÉACTIONS MASSIVES ET DES QUESTIONS EN SUSPENS

SCÉNARIO POUR 2020-2021

Malgré un premier rebondissement meilleur que prévu aux États-Unis, le PIB devrait rester en dessous de son niveau d'avant la crise jusqu'au début de 2022.

Face à l'ampleur exceptionnelle de la crise de la COVID-19, les gouvernements européens et les instances fédérales semblent avoir tiré les bonnes leçons de la grande crise financière.

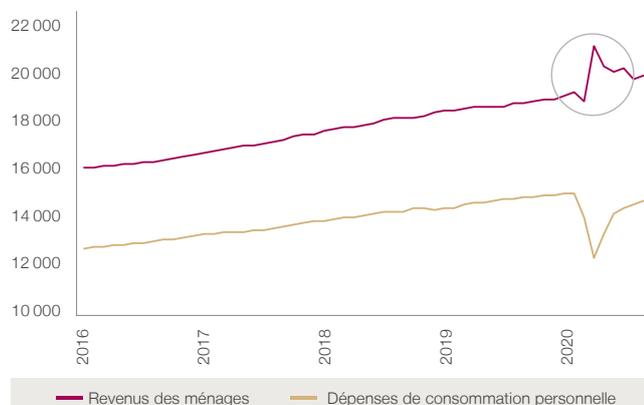
Le tableau cyclique de la croissance des marchés émergents en 2020 est inégal, la Chine restant le seul véritable moteur.

Comme la récession, le rebond est généralisé. Comme la récession, il est fort, mais hétérogène. Largement mécanique, il envoie des signes d'essoufflement qui nourrissent des inquiétudes sur sa résilience une fois les aides allégées. Des inquiétudes diffuses, mais une double certitude : des taux d'intérêt durablement très bas et une croissance mondiale inégale et non synchrone.

### ÉTATS-UNIS : UNE REPRISE PLUS LENTE APRÈS LE FORT REBOND DU TROISIÈME TRIMESTRE 2020

Après la contraction historique provoquée par la pandémie de COVID-19, l'économie américaine est en voie de redressement. Le rebond initial a été plus fort que prévu : une vigueur qui nous a conduits à très légèrement réviser nos prévisions à la hausse. Mais le processus de récupération sera lent, progressif, et le PIB ne retrouvera pas avant 2022 son niveau d'avant la crise.

#### GRAPHIQUE 11 : LES REVENUS AMERICAINS SOUTENUS PAR LES MESURES DE RELANCE, MILLIARDS USD



Sources : Bureau américain d'analyse économique, Bloomberg, CA ICB, Indosuez Wealth Management.

Avec la contraction historique du PIB de 31,7 %<sup>17</sup> au deuxième trimestre, le pire de la crise est derrière nous. Nous prévoyons une reprise relativement progressive car un certain nombre d'entreprises et de consommateurs resteront probablement prudents, hésitant à renouer totalement avec leurs habitudes de dépenses antérieures. La croissance des dépenses de consommation sont susceptibles de ralentir après leur sursaut au troisième trimestre. Les indemnités de chômage prévues dans le CARES Act<sup>18</sup> ont expiré et n'ont été remplacées que temporairement et partiellement par un décret du président Donald Trump, tandis que l'élaboration d'un nouveau projet de relance budgétaire a pris du retard (graphique 11).

Notre scénario retient une reprise en « V asymétrique<sup>19</sup> » avec une croissance du PIB d'environ 3,7 % en 2021 et un PIB inférieur à son niveau d'avant la crise jusqu'en 2022.

La réponse monétaire a été agressive ; si elle a indéniablement contribué à soutenir la reprise, son pouvoir de stimulation semble à présent s'estomper. La Fed a abaissé ses taux directeurs à zéro, annoncé des achats d'actifs sans limitation de durée et créé un certain nombre de facilités de prêt pour soutenir différents secteurs d'activité. Elle a clairement indiqué qu'elle maintiendrait une position accommodante et ses taux directeurs à zéro pendant une période prolongée. Nous anticipons qu'elle finira par réorienter ses achats de *Treasuries* au profit de la partie longue de la courbe, même si cela peut ne pas intervenir avant la fin de cette année, voire au début de l'année prochaine. Le contrôle de la courbe des taux reste une possibilité, qui paraît néanmoins avoir perdu des adeptes récemment : la Fed n'envisagerait ce scénario qu'en cas de détérioration des perspectives. La riposte budgétaire a été rapide et massive. Le Congrès a déjà adopté quatre séries de mesures de soutien totalisant près de 3 000 milliards de dollars : un soutien budgétaire d'un montant inédit qui, selon le CBO<sup>20</sup>, fera grimper le déficit à 16 % du PIB en 2020.

17 - Toutes les variations d'un trimestre à l'autre sont exprimées en rythme annualisé, comme il est de tradition aux États-Unis.

18 - *The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security* – L'aide, le secours et la sécurité économique en matière de coronavirus. La loi CARES fournit une aide économique rapide et directe aux travailleurs et aux familles américaines, aux petites entreprises, et préserve les emplois des industries américaines.

19 - Scénario dans lequel la jambe de droite du V (la reprise) sera beaucoup moins pentue que celle de gauche (la contraction) – *swoosh-shaped recovery* en anglais.

20 - Bureau du budget du Congrès (*Congressional Budget Office*).

## ZONE EURO : ANATOMIE D'UN « V » IMPARFAIT

Au cours de l'été, l'évolution conjoncturelle s'est déployée dans deux directions : l'une très favorable, l'autre moins. Les données conjoncturelles confirment que la fin du deuxième trimestre a connu un rebond très soutenu de l'activité et de la confiance. La deuxième vague de l'épidémie au niveau mondial éloigne l'hypothèse d'une disparition rapide du virus.

Sur le front de la politique économique, des certitudes réconfortantes se matérialisent. Avec le plan de relance européen, les pays les plus endettés de la zone peuvent compter sur d'importants transferts et prêts à des taux avantageux garantissant une impulsion budgétaire positive au-delà de l'horizon de prévision ; avec le changement de stratégie de la Fed, toute inversion prématurée de l'orientation de la politique monétaire dans les économies avancées est à exclure.

Malgré les pansements fournis par les autorités, les blessures de la crise commencent à être visibles. L'érosion de la rentabilité et le maintien d'une activité très réduite dans certains secteurs vont inévitablement se traduire par une montée des défaillances d'entreprises et du chômage, au rythme du retrait des mesures de soutien temporaires (allègements fiscaux, report de cotisations et dispositifs de chômage partiel).

L'ensemble de ces facteurs justifie notre hypothèse de reprise incomplète : fin 2021, le niveau du PIB sera de 1 % inférieur à son niveau d'avant la crise. Le rythme de croissance en 2021 (+5,4 %, après -7,4 % en 2020) sera inférieur à celui qu'il faudrait pour combler l'écart de production négatif cumulé avec la crise (graphique 12).

La confiance est essentielle : elle conditionne l'utilisation du surplus d'épargne considérable qu'a généré le confinement. Le risque d'une forte remontée du chômage incitant à conserver une épargne de précaution substantielle est élevé ; cela limiterait le potentiel de hausse de la consommation privée. Quant à la reprise du cycle d'investissement, l'incertitude est grande.

Les taux d'utilisation des capacités restent très faibles et il est difficile d'imaginer des extensions de capacités, vu les incertitudes persistantes sur la demande et le rythme de croissance anticipé. Si, afin d'accompagner la transformation obligée de plusieurs activités, des investissements de substitution sont possibles, c'est cependant l'investissement public qui devrait contribuer le plus significativement au redressement de l'accumulation de capital, soutenu – notamment dans la périphérie de la zone – par le fonds de relance européen.

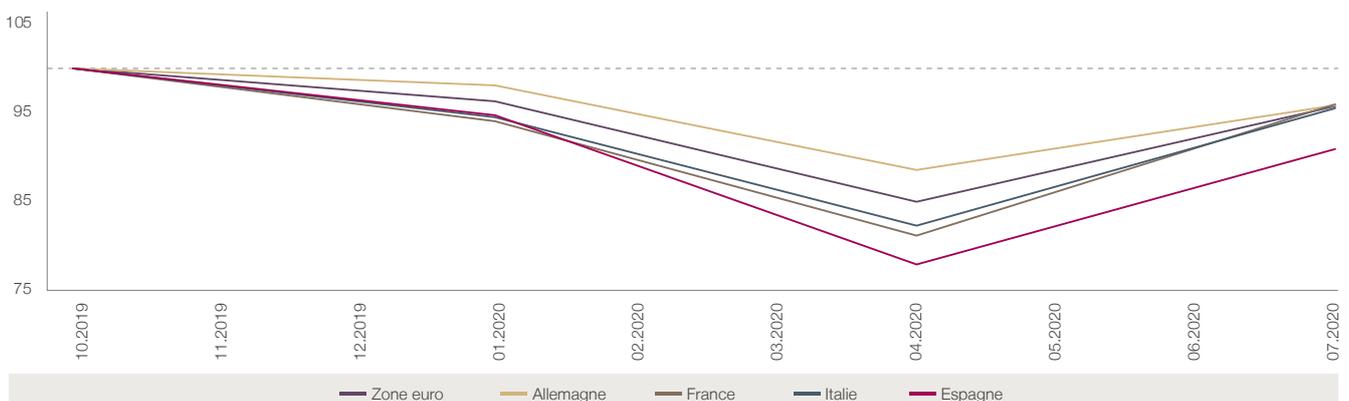
### Une réponse innovante pour limiter la fragmentation

Face à l'ampleur exceptionnelle de la crise de la COVID-19, les autorités européennes, nationales et communautaires, semblent avoir tiré les bonnes leçons de la grande crise financière.

Le risque d'un retrait prématuré du soutien budgétaire et monétaire paraît écarté à l'horizon de la prévision, sachant que l'écart de production négatif sera loin d'être comblé. L'assouplissement du cadre réglementaire et de supervision permet de gérer la nature exceptionnelle de la crise en mettant de côté toute considération d'aléa moral, induite dans ce contexte. Puisqu'il ne s'agit pas d'une crise de surendettement, les mécanismes désinflationnistes liés au désendettement ne devraient pas non plus être encouragés, comme ce fut le cas lors de la décennie passée. Aussi le secteur bancaire est-il en situation de jouer un rôle d'amortisseur, en évitant que des crises de liquidité ne se transforment en crises de solvabilité. La transition du principe d'efficacité à celui de résilience nous semble un élément clé pour justifier une prévision qui peut paraître – à tort – optimiste et pour affirmer que le déroulement des crises de 2009 et de 2012 n'est pas un chemin obligé.

Malgré les efforts déployés pour orchestrer une reprise plus autonome et plus homogène, le risque de fragmentation reste encore élevé : fin 2021, l'Allemagne aurait retrouvé un PIB supérieur (+1,1 %) à celui de fin 2019 ; en revanche, celui-ci serait encore inférieur de 1,4 % en France, de 3,1 % en Italie et de 7,9 % en Espagne.

GRAPHIQUE 12 : ZONE EURO, UNE REPRISSE INCOMPLÈTE ET HÉTÉROGÈNE, T4 2019=100



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

## Effet d'attraction quasi gravitationnelle sur les rendements du Bund

Depuis le pic de sensibilité du marché à la pandémie, en mars-avril, le rendement du Bund dix ans a bien tenté de se redresser, mais il a été systématiquement ramené vers -50 points de base, au niveau du taux de dépôt de la Banque centrale européenne (BCE). Vu le climat d'incertitude qui risque de se prolonger, nous avons abaissé nos prévisions de 10 points de base, ce qui conduit désormais à une légère remontée du Bund dix ans vers -40 points de base d'ici la fin de l'année, puis vers -30 points de base d'ici fin 2021. Cette projection repose sur l'hypothèse d'une épidémie sous contrôle dans les mois à venir, contrôle permettant à la fois une meilleure visibilité économique et une reprise lente mais régulière l'année prochaine (graphique 13).

## Apprendre à vivre avec la COVID-19 : ce que cela signifie pour le scénario de croissance de la zone euro

Même si les signes d'une nouvelle diffusion de la pandémie apparaissent déjà lorsque nous chiffrions notre scénario en septembre, nous faisons l'hypothèse – alors plausible et consensuelle – d'une diffusion contenue du virus, contrôlée par des comportements de distanciation sociale, par l'identification rapide des cas positifs grâce à l'élargissement de la capacité de test et par d'éventuels confinements localisés. Entre-temps, la seconde vague s'est annoncée plus virulente. Un meilleur acquis de croissance laissé par un troisième trimestre plus dynamique qu'attendu permettra néanmoins de ne pas trop s'éloigner de notre prévision de septembre pour 2020 (-7,5 %), y compris avec une baisse substantielle du PIB au quatrième trimestre.

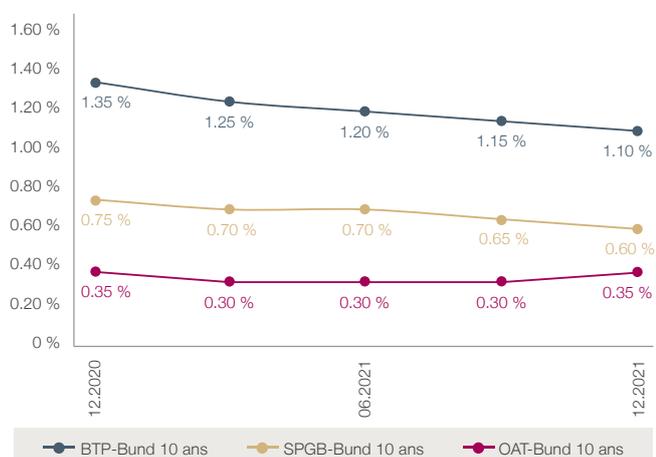
En effet, du fait de mesures de confinement plus circonscrites, nous anticipons un repli de l'activité moins sévère que celui observé au cours du premier semestre. Mais, en cas de renforcement ou d'extension des mesures de confinement, les risques qui pèsent sur nos perspectives pour le quatrième trimestre sont clairement baissiers.

Toutefois, la croissance de 2021 (projetée à 5,4 % lors de notre exercice de septembre) sera davantage impactée. Si de meilleurs traitements, des tests améliorés et la disponibilité d'un vaccin pourraient favoriser une normalisation de l'activité économique, il est peu probable qu'ils éradiquent rapidement le virus et qu'ils rendent moins nécessaires la distanciation sociale et les restrictions au premier semestre 2021.

## PAYS ÉMERGENTS : TEMPS DE TRIER ?

Neuf mois après l'apparition du virus, les pays émergents s'engagent sur la voie d'une reprise en ordre dispersé, à l'image de leur conduite durant l'épidémie. Par exemple, l'Inde, le Brésil, la Colombie, l'Iran et l'Irak se trouvent encore dans une forte incertitude sanitaire. En revanche, d'autres semblent avoir à peu près maîtrisé leur trajectoire épidémique, comme la Chine ou le Vietnam. Beaucoup de pays adoptent des mesures de contrôle strict, voire de quasi-reconfinement de certaines villes. Dans ce contexte, la réouverture des frontières n'est donc ni acquise, ni organisée : cela complique les flux commerciaux à court terme, ainsi que la stratégie des entreprises à moyen terme.

GRAPHIQUE 13 : PRÉVISIONS DES SPREADS À 10 ANS, %



Sources : CA CIB, Indosuez Wealth Management.

## L'autarcie séduit

Pour l'instant, l'avantage conjoncturel ira donc aux grands pays capables d'une forme d'autarcie et à ceux dont l'économie est plus diversifiée. Par exemple, la récession est plus limitée en Pologne qu'en République tchèque, très dépendante du cycle automobile allemand. Quant à la Chine, son président théorise officiellement l'idée d'un modèle plus autarcique, fondé sur une stratégie de « *dual circulation*<sup>21</sup> », qui répond aussi à la rivalité croissante avec les États-Unis. Enfin, en Russie, la fermeture des frontières stimule les dépenses touristiques en interne, poste qui était très déficitaire dans la balance des paiements. De là à dire que cela pourrait fournir un argument pour retarder la réouverture des frontières (graphique 14)...

Par ailleurs, à l'occasion de la crise, puis de la reprise, les comportements traditionnels d'épargne et d'investissement propres aux différentes zones reprennent tout leur poids. L'Asie épargne plus que l'Amérique latine (respectivement 32 et 18 % du PIB). La Russie dépense en temps de crise, quand les consommateurs (court-termistes, mais avertis) redoutent la dépréciation du change. Quant à la Turquie, le rebond de la consommation est classique après chaque crise, porté par une (trop) forte accélération du crédit ; ce rebond creuse les déficits externes, source de risque de change.

Le résultat, c'est une reprise peu homogène des ventes au détail au sein des pays émergents – hétérogénéité qui dépasse l'épidémie : reprise rapide en Turquie et au Brésil, retard de la demande sur l'offre en Chine. L'évolution de ce décalage offre/demande sera cruciale, car il crée des risques différents à court terme comme à long terme : risque inflationniste en Turquie, voire en Inde, mais menaces déflationnistes dans les économies asiatiques à taux d'épargne élevé ; insuffisance d'investissement dans les économies consommatrices, Russie et Brésil notamment, et croissance potentielle affaiblie.

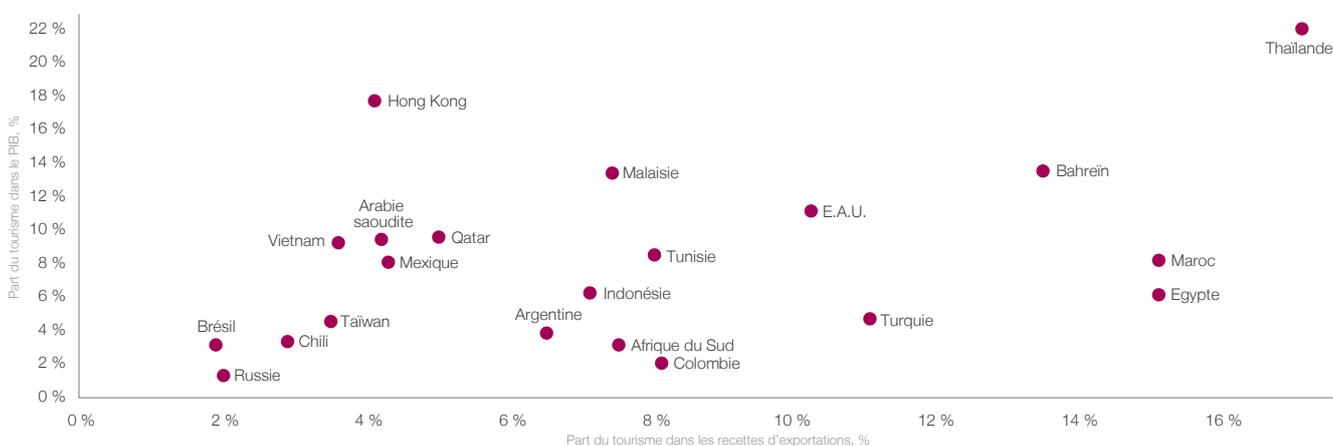
## Résister à la crise en réinventant les modèles de développement

Le tableau conjoncturel pour 2020 est disparate, et la Chine a été le seul vrai moteur. En 2021, la reprise se fera mécaniquement, mais, pour nombre de pays émergents, le rythme de croissance potentielle baissera, faute d'investissements suffisants. Et, surtout, la divergence va s'accroître entre ceux qui ont les moyens de résister à un environnement global contraint et ceux qui ne les ont pas, ceux pour lesquels les dommages irréversibles de la crise apparaîtront vite.

Cette divergence se lit dans la dispersion exceptionnelle des prévisions de croissance en 2020, avec des pays à forte récession, comme l'Inde ou le Mexique, et d'autres – rares – qui sont encore en croissance positive, comme la Chine bien sûr, mais aussi Taïwan et le Vietnam, ou en très légère récession, comme la Corée.

Pour les investisseurs, tout invite donc dès maintenant à une logique de tri entre les pays. Mais sur quels critères ? Le plus apparent est le plus chiffrable : la richesse. Celle des individus, des États, des entreprises. Mais d'autres facteurs vont jouer dans la grande redistribution des cartes à venir : la stratégie de gestion de crise et l'habileté des gouvernements dans la phase de sortie des mesures exceptionnelles ; la qualité des institutions et la cohésion politique et sociale qui détermine la marge de manœuvre des États ; et les facteurs d'innovation propres à chaque pays, car la crise de la COVID-19 a pour particularité de placer les gouvernements simultanément face à des urgences conjoncturelles et à des impératifs structurels.

GRAPHIQUE 14 : MARCHÉS ÉMERGENTS, PART DU TOURISME DANS LE PIB ET LES EXPORTATIONS, %



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

21 - Une politique économique chinoise visant à maintenir la Chine ouverte sur le monde (la « grande circulation internationale ») tout en renforçant le marché interne (la « grande circulation intérieure »).



Shenzhen, Chine

### Chine : de la croissance, mais à quel prix ?

La Chine aura été le seul pays du G20 à connaître une croissance positive en 2020. La crise sanitaire passée, la stratégie des autorités chinoises a été très claire : relancer la machine industrielle en remplissant les carnets de commandes des entreprises grâce à la demande publique et en assurant leur trésorerie via la stimulation du crédit bancaire. Sans annonce fracassante comme en 2008 et en veillant à conserver des marges de manœuvre budgétaires et surtout monétaires – la Banque populaire de Chine (BPC) ayant répété à de nombreuses reprises qu'elle ferait tout pour éviter le piège de taux trop bas et de la trappe à liquidité –, la Chine a misé sur les réponses qui avaient fonctionné lors des crises précédentes.

Cette méthode a été payante puisque, dans le secteur industriel, la production a opéré une reprise en « presque V ». Côté offre, donc, tous les indicateurs sont au vert et plaideraient en faveur d'une prévision de croissance encore plus optimiste. Mais, côté demande, le constat est loin d'être le même. Et ce malgré les discours de Xi Jinping pour présenter la nouvelle stratégie de circulation duale, qui vise à réduire la dépendance de la Chine vis-à-vis de l'extérieur – notamment sur certains produits stratégiques (alimentaires ou électroniques) qui pourraient être concernés par des restrictions dues à des tensions géopolitiques – et à accroître la demande intérieure. Après sept mois de contraction, les ventes au détail ont enregistré une croissance positive depuis août, mais affichent une trajectoire de reprise plus lente qu'aux États-Unis.



Shanghai, Chine

L'investissement très dynamique et un commerce extérieur plus résilient que prévu devraient compenser la faible contribution de la consommation et nous permettre de maintenir notre prévision de croissance à 3 % en 2020, avant une accélération à 8 % en 2021.

Le rééquilibrage de la croissance s'annonce toutefois difficile : d'une part, les ménages demeurent prudents, et le resteront tant que le système de protection sociale ne leur sera pas plus favorable (assurance chômage en particulier) ; d'autre part, la situation géopolitique et les tensions autour des transferts de technologie (5G, approvisionnement en semi-conducteurs) impliqueront des plans d'investissement massifs. Les annonces de Xi Jinping aux Nations unies et sa promesse de parvenir à la neutralité carbone d'ici 2060 exigeront aussi de lourdes dépenses publiques. Or, si la Chine ressort de cette crise avec une apparente facilité, sa situation financière s'est tout de même

dégradée. L'endettement total devrait atteindre 300 % du PIB en 2020 et, si les banques chinoises ne sont pas connues pour leur transparence totale sur le niveau des prêts non performants, ces derniers devraient néanmoins augmenter d'ici la fin de l'année. Bien sûr, les risques demeurent contenus, notamment parce que cette dette est essentiellement domestique et libellée en monnaie locale, et parce que la Banque populaire de Chine (BPC) dispose d'amples marges de manœuvre.

Achevé de rédiger le 01.11.2020.

*Les économistes de La Direction des Études Économiques du Groupe Crédit Agricole S.A.*



**ISABELLE JOB-BAZILLE**

Chief Economist  
Administrator of CA Indosuez Wealth France

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES POUR 2020-2021, %

	PIB, %			INFLATION, %			BALANCE COURANTE, % DU PIB		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>ÉTATS-UNIS</b>	2,3	-4,5	3,7	1,8	1,2	1,9	-2,4	-2,2	-2,3
<b>JAPON</b>	0,7	-5,7	1,6	0,6	-0,1	0,3	3,6	2,4	2,1
<b>ZONE EURO</b>	1,3	-7,5	5,4	1,2	0,2	0,8	2,9	3,1	3,2
Allemagne	0,6	-5,4	5,0	1,4	0,4	1,7	7,1	6,5	6,4
France	1,5	-9,1	7,1	1,3	0,5	0,5	-1,2	-1,0	-1,0
Italie	0,3	-9,7	5,6	0,7	-0,3	0,2	3,0	2,6	3,1
Espagne	2,0	-12,8	4,5	0,8	-0,3	0,2	2,0	2,0	1,9
Pays-Bas	1,6	-4,6	4,2	2,7	1,0	1,1	9,9	10,4	10,3
<b>AUTRES PAYS DÉVELOPPÉS</b>									
Royaume-Uni	1,5	-9,6	6,3	1,8	0,8	1,4	-3,6	-3,9	-4,7
Canada	1,7	-5,7	4,8	1,9	0,7	1,7	-2,2	-2,1	-2,4
Australie	1,8	-6,7	6,1	1,6	1,4	1,8	0,5	-0,6	-1,8
Suisse	0,9	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,2	7,2	8,8
<b>ASIE</b>	5,1	-0,4	7,1	2,7	2,9	2,3	1,3	1,9	1,2
Chine	6,1	3,0	8,0	2,9	2,8	1,8	1,0	1,7	1,0
Inde	4,9	-5,8	8,4	3,7	6,2	4,5	-0,9	1,0	-1,0
Corée du Sud	2,0	-0,9	3,4	0,4	0,4	1,2	4,3	4,2	4,0
<b>AMÉRIQUE LATINE</b>	0,5	-7,1	3,7	10,1	7,3	9,0	-2,0	-0,3	-0,3
Brésil	1,1	-5,1	3,4	4,3	2,1	2,9	-2,8	-0,2	-0,1
Méxique	-0,1	-9,2	3,8	2,8	3,4	3,2	-0,2	-0,2	0,4
<b>EUROPE ÉMERGENTE</b>	2,0	-4,8	3,8	6,2	4,9	4,5	1,5	0,5	0,0
Russie	1,3	-5,0	3,5	4,5	3,3	3,5	3,8	1,5	1,5
Turquie	0,9	-5,0	4,5	15,5	11,0	10,0	0,0	-2,0	-2,5
Pologne	4,1	-2,8	3,6	2,3	3,4	1,7	0,4	2,0	0,6
<b>AFRIQUE, MOYEN-ORIENT</b>	0,4	-5,8	2,3	8,4	7,0	5,5	1,3	-2,9	-2,5
Arabie saoudite	0,3	-6,0	3,2	-2,1	4,3	2,1	5,9	-4,0	-2,5
Émirats arabes unis	1,7	-5,5	2,2	-1,9	-1,1	1,0	7,0	-0,3	1,1
Egypte	5,6	1,2	2,0	9,2	5,8	7,8	-3,6	-4,5	-4,0
Maroc	2,5	-5,1	3,5	0,3	0,5	1,1	-4,1	-7,0	-4,0
<b>TOTAL</b>	2,7	-4,1	5,0	3,4	2,7	2,8			
<b>PAYS INDUSTRIALISÉS</b>	1,7	-6,0	4,3	1,5	0,7	1,3			
<b>PAYS ÉMERGENTS</b>	3,5	-2,6	5,6	4,9	4,3	3,9			

Sources : Prévisions Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

TABLEAU 2 : PRÉVISIONS DES TAUX D'INTÉRÊT, %

		12.2020	03.2021	06.2021	09.2021	12.2021
<b>ÉTATS-UNIS</b>	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	Taux 10 ans	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
<b>ZONE EURO</b>	Dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	Taux 10 ans (Allemagne)	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
<b>SPREAD 10 ANS VS EUR</b>	France	0,35	0,30	0,30	0,30	0,35
	Italie	1,35	1,25	1,20	1,15	1,10

Sources : Prévisions Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

Prévisions au 02.10.2020.



Washington, États-Unis

# NOTRE VISION

## LE DOLLAR AMÉRICAIN : UNE GLOIRE APPARTENANT AU PASSÉ ?

La baisse des taux d'intérêt aux États-Unis a supprimé l'un des facteurs favorables au dollar et réduit le coût de couverture des actifs américains pour les gestionnaires d'actifs.

En termes de ratio rendement/risque, les avantages relatifs de détenir un dollar engagé dans une tendance baissière méritent d'être réexaminés.

Indépendamment de l'issue de l'élection présidentielle américaine de 2020, le statut de monnaie de réserve mondiale dont le dollar a longtemps bénéficié sera de plus en plus remis en cause. Chaque mois, la part du commerce international réglée en billets verts diminue, et les banques centrales du monde entier continuent de diversifier leurs réserves de changes en se détournant du dollar pour privilégier d'autres valeurs refuges notées AAA.

### DES RENDEMENTS RÉELS EN TERRITOIRE NÉGATIF

Si cette évolution traduit une tendance séculaire plutôt qu'un changement de paradigme à court terme, la pandémie a accéléré le calendrier, car le choc de croissance sévère qu'elle a provoqué a contraint la Réserve fédérale à abaisser ses taux d'intérêt jusqu'à zéro. Cette situation joue un rôle de catalyseur dans le monde mouvant des changes, régi par l'attrait relatif des rendements. Tant que les marchés actions et les rendements réels américains récompensaient mieux les investisseurs que les autres marchés internationaux, les acheteurs ont préféré ignorer les fragilités économiques sous-jacentes. Maintenant que les rendements réels américains sont alignés sur leurs pairs et atteignent des niveaux négatifs records, la comparaison des performances macroéconomiques reprend ses droits.

La capacité des États-Unis à financer leurs déficits budgétaires galopants – l'endettement public s'élève à 27 000 milliards de dollars, soit un ratio dette/PIB de 125 % – suscite de vives inquiétudes. Quant au coût du service de la dette, il avoisine aujourd'hui 700 milliards de dollars par an. Le niveau moyen des coupons versés a atteint un plancher record de 1,94 % (en octobre), ce qui n'encourage guère les partis politiques de Washington à se montrer frugaux en matière de dépenses. Au contraire, et même si un Sénat républicain venait à limiter les plans de dépenses massifs proposés par Joe Biden, la pandémie de COVID-19 incitera la prochaine administration à accroître l'endettement afin de financer des dépenses d'infrastructure créatrices d'emplois.

### UNE QUESTION DE CONFIANCE

À l'exception des investisseurs japonais disposant de copieuses réserves d'épargne, la plupart des gérants de fonds souverains ont commencé à réduire graduellement leur exposition aux emprunts d'État américains, sans parler du premier détenteur étranger – la Chine –, qui prévoit de laisser arriver à maturité une allocation importante avant de rapatrier progressivement ses fonds. Alors que les nouvelles émissions de bons du Trésor sont vouées à se multiplier dans les trimestres à venir, on peut se demander qui d'autre que la Réserve fédérale absorbera cette nouvelle offre. Par-delà le problème de la viabilité de la dette, la hausse de la dette fédérale américaine pose donc les questions de la crédibilité de la banque centrale et de la confiance dans la devise.

Voilà pourquoi le FOMC semble prêt à maintenir les taux à zéro plus longtemps, avec une tolérance affichée pour de plus amples dépassements de la cible d'inflation. Ce paradigme de prédominance budgétaire n'est pas de bon augure pour la devise de référence mondiale, car il s'est accompagné de fortes dépréciations dans le passé. Face à une croissance hésitante, il est tentant de laisser le dollar s'effriter afin de conserver l'épargne et les dépenses des acteurs américains sur le marché domestique. Pourquoi en serait-il autrement cette fois-ci ?

Il est probablement trop tôt pour dire si l'actuelle désinflation due à la pandémie se transformera soudainement en une remontée de l'inflation. Les investisseurs à long terme, qui se méfient du casse-tête que constitue un endettement croissant, commencent toutefois à envisager un certain degré de protection des portefeuilles contre l'inflation. En termes de ratio rendement/risque, les avantages relatifs de détenir, au sein de portefeuilles non couverts, un dollar engagé dans une tendance baissière méritent d'être réexaminés. Aujourd'hui, les coûts associés à la couverture de l'exposition de change des portefeuilles américains n'ont jamais été aussi faibles, ce qui incite à la prudence.



New York, États-Unis

## LA FIN D'UNE ÉPOQUE

Nous craignons que le privilège dont le dollar a longtemps bénéficié ne soit remis en cause, ce qui pourrait suggérer la fin de sa prééminence à terme, tandis que des valeurs refuges alternatives liquides émergeront après les élections et tout au long de la décennie à venir.

Les investisseurs tenteront dès lors d'identifier les devises susceptibles de s'apprécier le plus par rapport au billet vert. Par ordre de conviction et de préférence, l'or constitue l'alternative idéale aux devises plombées par le recours à la planche à billets, qui ont perdu la dimension de rareté intrinsèque au métal jaune. Malheureusement, l'or a fortement progressé en 2020 et son potentiel d'appréciation semble moins attrayant qu'au mois de mars, même si nous restons globalement optimistes.

L'euro pourrait bénéficier d'une sortie de la crise pandémique et la distribution éventuelle d'un vaccin se traduirait certainement par une cassure de la résistance située à 1,20. Cependant, un tel mouvement dépend des perspectives politiques d'une région qui peine à trouver un consensus sur l'adoption d'un plan de relance, susceptible d'être mis en œuvre alors que la crise sera déjà loin derrière nous... D'autre part, le yen et le franc suisse ont été soutenus par des comportements d'aversion au risque en 2020 et semblent vulnérables après la COVID-19. Il reste donc les devises émergentes, qui bénéficieraient sans conteste d'une sortie de la pandémie. Au-delà de cet horizon, si la devise chinoise n'a pas tous les attributs d'une monnaie de réserve, elle en possède certains et devrait s'apprécier avec le temps, grâce à un rendement réel positif, à une meilleure dynamique macroéconomique et à une balance commerciale record (graphique 15).

### GRAPHIQUE 15 : LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS ET LE DOLLAR



Sources : Réserve fédérale, Datastream, Indosuez Wealth Management.  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



**DAVIS HALL**

Head of Capital Markets, Asia  
Indosuez Wealth Management

# MARCHÉ DU CRÉDIT AMÉRICAIN : DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES ET VIABILITÉ DE L'ENDETTEMENT

Bien que l'extension des programmes d'achat d'obligations d'entreprises de la Réserve fédérale fasse actuellement l'objet d'un débat, il est clair qu'ils ont été un outil puissant pour stabiliser les conditions du marché et réduire le risque de refinancement des entreprises.

Au vu de l'ampleur de la crise, le risque lié aux *Fallen Angels* représente une inquiétude justifiée pour les investisseurs. La sélectivité est cruciale dans ce schéma de reprise inégale, notamment au sein des secteurs qui ont été fortement touchés par les mesures de confinement et sont susceptibles d'afficher les rebonds les plus significatifs.

Au vu de l'ampleur de la crise, le risque de crédit s'est relativement bien comporté jusqu'à présent, grâce à un fort soutien budgétaire et monétaire qui a limité les risques de refinancement. Une fois que l'épidémie sera derrière nous, certaines entreprises risquent de s'effondrer tandis que d'autres se redresseront. Dans ce contexte, la sélectivité est cruciale.

## DES MARCHÉS SOUTENUS PAR LES BANQUES CENTRALES

Les marchés de crédit américains ont continué de réserver de bonnes surprises après le stress de liquidité survenue au début du mois de mars 2020, confirmant la dynamique positive des crédits *investment grade* (obligations de qualité) et *high yield* (obligations à haut rendement). Les *spreads* des segments *investment grade* et *high yield*, qui ont aujourd'hui retrouvé leurs niveaux de la fin février 2020, pourraient encore se resserrer après l'adoption du prochain plan de relance budgétaire américain.

La création des programmes d'achat d'obligations d'entreprise de la Fed – la Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) et la Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), pour un engagement total pouvant atteindre 750 milliards de dollars – a été un outil puissant pour stabiliser les conditions du marché et réduire le risque de refinancement des entreprises. Les investisseurs sont désormais convaincus que la PMCCF fournira un filet de sécurité permettant aux émetteurs de maintenir leurs opérations, tandis que la SMCCF soutiendra la liquidité du marché. La SMCCF est conçue pour acquérir des obligations et des prêts d'entreprises bénéficiant de la notation *investment grade*, ainsi que de récents *Fallen Angels*<sup>22</sup> incluant quelques entreprises de premier plan dans les secteurs de l'automobile et des compagnies aériennes.

Parallèlement, les mesures de relance du gouvernement américain – notamment le Paycheck Protection Program programme de protection des salaires (PPP) pour les petites entreprises et les allocations chômage liées à la pandémie – ont contribué à soutenir l'économie et la consommation aux États-Unis. Toutefois, dans la conjoncture actuelle, la forte augmentation de cas de COVID-19 à l'approche de l'hiver est en train de devenir un problème urgent pour le consommateur américain, ce qui rend indispensable la mise en œuvre immédiate de nouvelles mesures de relance.

De l'autre côté de l'Atlantique, la correction des marchés européens a marqué un coup d'arrêt après la décision rapide de la BCE d'apporter aux marchés de crédit un soutien sans

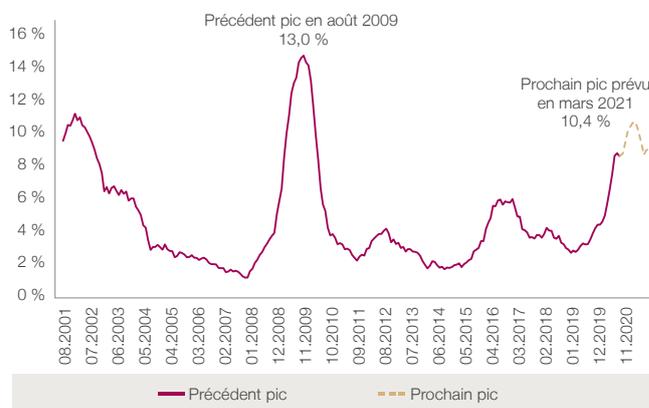
précédent, par le biais du Programme d'achat d'urgence face à la Pandémie (PEPP). Dans un deuxième temps, la BCE a élargi ce programme en augmentant l'enveloppe des achats d'obligations de 750 à 1 350 milliards d'euros, en repoussant la date limite au moins jusqu'à la fin juin 2021 et en réinvestissant les obligations arrivant à échéance jusqu'à la fin 2022.

De nombreux programmes nationaux d'aide aux acteurs touchés par la pandémie ont vu le jour, telles les mesures de chômage partiel, et les prêts garantis par l'État ont permis de rétablir la confiance des consommateurs et d'alléger la pression sur la liquidité et le risque de défaut des entreprises. Cela dit, nous demeurons en terrain inconnu. Le retour des restrictions liées à la distanciation sociale dans les villes européennes pèsera sur les dépenses de consommation à court terme et freinera le rythme de la reprise.

## LES RISQUES LIÉS AUX DÉFAUTS ET AUX « FALLEN ANGELS » VONT-ILS ENCORE S'AGGRAVER ?

Compte tenu des politiques de soutien des banques centrales, qui ont coïncidé avec le début de la reprise, les agences de notation révisent chaque mois leurs prévisions de taux de défaut à la baisse. Les taux de défaut pourraient néanmoins augmenter d'ici au premier trimestre 2021 (graphique 16).

GRAPHIQUE 16 : TAUX DE DÉFAUT ACTUELS ET ANTICIPÉS DU SEGMENT HIGH YIELD AUX ÉTATS-UNIS, DE 2001 À AUJOURD'HUI, %



Données au 10.11.2020.  
Sources : Moody's, Indosuez Wealth Management.

22 - Entreprise dont la notation de crédit passe de la catégorie *investissement grade* (notes Baa3/BBB- et supérieures) à la catégorie *non-investissement grade* (notes Ba1/BB+ et inférieures) en raison d'une détérioration de son crédit.

Les restrictions actuelles maintiendront probablement l'activité économique bien en dessous des niveaux pré-pandémiques dans les mois à venir. À plus long terme, la politique très accommodante de la Fed et un éventuel plan de relance serviront de catalyseurs pour la reprise économique et la réduction du risque de défaut.

Les moyennes historiques montrent que seulement 0,9 % des entreprises notées BB (le segment le moins risqué du marché *high yield*) ont fait défaut sur une période d'un an. Ce segment offre donc un meilleur profil de rendement/risque que celui des entreprises notées BBB (partie inférieure du marché *investment grade* – taux de défaut de 0,2 % sur un an) si l'on tient compte des différentiels de *spread* actuels par rapport aux moyennes historiques. Les taux de défaut des entreprises BB sont en outre meilleurs que ceux des entreprises B (4,2 %) et CCC/C (24,3 %), ce qui reflète la nature exponentielle du risque sur le marché *high yield*. Cela suggère également que la pandémie et le choc macroéconomique ont touché de manière disproportionnée les entreprises les plus faibles et les plus endettées, avec une forte concentration dans des secteurs tels que l'énergie, l'hôtellerie et les loisirs, ainsi que le commerce de détail.

Au cours des quinze dernières années, 18 % des entreprises BB ont fait défaut – un niveau bien inférieur aux 30 % des entreprises notées B et quatre fois moindre que les 59 % des entreprises notées CCC/C (taux de défaut cumulés – graphique 17).

Alors que le nombre de *Fallen Angels* a chuté à 4 en septembre 2020 (65 en avril 2020), le nombre record d'émissions d'entreprises notées BBB montre que le risque lié aux *Fallen Angels* n'a pas disparu. Il est néanmoins encourageant de constater que les entreprises BBB affichent des notations historiquement stables : un tiers seulement d'entre elles ont vu leur notation baisser en un an, tandis que les deux autres tiers ont conservé la même notation ou l'ont améliorée. Cette tendance se poursuit, puisque moins de 15 % des *Fallen Angels* ont été dégradés au cours des cinq premiers mois, le risque de refinancement potentiel ne s'étant pas concrétisé. Le redressement des *spreads* s'est révélé rapide, sauf dans les secteurs du commerce de détail, de la restauration, des voyages et de l'immobilier.

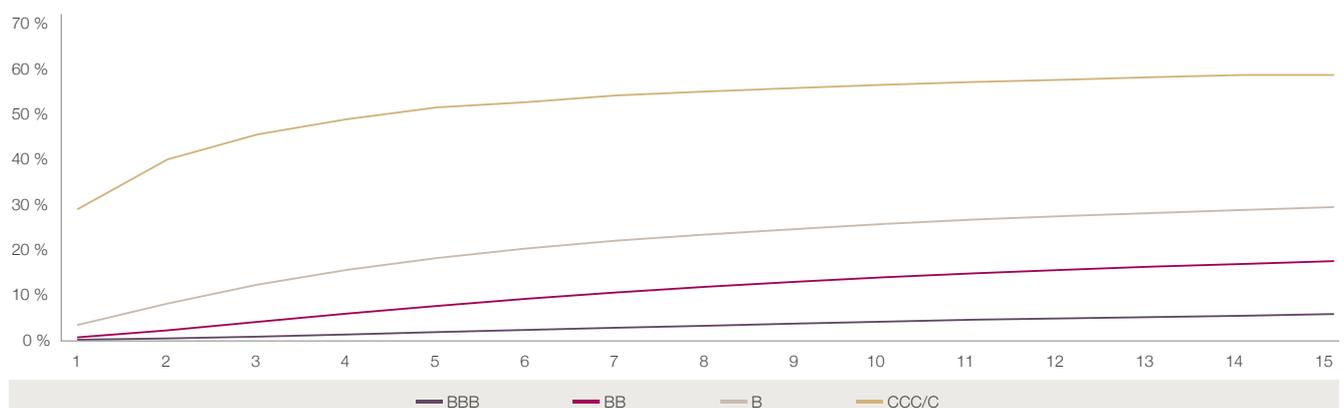
## DES ÉLÉMENTS TECHNIQUES TRÈS FAVORABLES ÉCLIPSERONT LES PRÉOCCUPATIONS DE COURT TERME LIÉES AUX FONDAMENTAUX

Le marché du crédit est devenu une cible privilégiée pour les opérations de soutien de la Fed. En septembre 2020, la Fed a acheté un total de 4,5 milliards de dollars d'obligations d'entreprise – un montant bien inférieur à sa capacité maximale d'achat de 750 milliards de dollars. Ce programme a été très efficace pour maîtriser le risque baissier extrême (risque de pertes très importantes dans un scénario extrême). En octobre 2020, seulement 6,7 % des obligations *high yield* américaines se négociaient à des niveaux déprimés inférieurs à 80 % du nominal, ce qui représente une baisse spectaculaire puisque 55 % des obligations du segment se trouvaient dans ce cas au mois de mars.

En l'état actuel des choses, la Fed ne relèvera pas ses taux avant 2023, ce qui renforce un contexte plutôt favorable. Les investisseurs ont applaudi l'avertissement du président de la Fed, Jerome Powell, selon lequel le risque d'une relance excessive est faible, puisque la reprise économique américaine est loin d'avoir atteint son plein régime. La Fed pourrait faire preuve de créativité en utilisant des outils de marché pour soutenir le sentiment des investisseurs. Voyant plus loin que l'année en cours, ces derniers se concentrent ainsi désormais sur l'année 2021 et au-delà.

Les flux de capitaux ciblant le marché *high yield* américain devraient rester positifs pour les émetteurs BB robustes qui affichent un bilan sain. En effet, les fonds de pension et d'assurance ont accru leur exposition aux titres BB dans un contexte de taux d'intérêt très bas. De nombreux gestionnaires de fonds d'investissement ont notamment obtenu des dérogations pour conserver des titres BB après la vague des *Fallen Angels* survenue en mars-avril 2020.

GRAPHIQUE 17 : MOYENNE DES TAUX DE DÉFAUT CUMULÉS DES ENTREPRISES AMÉRICAINES PAR NOTATION, SUR UN HORIZON DE QUINZE ANS, %



Sources : S&P, Indosuez Wealth Management.

## DES CATALYSEURS POSITIFS POUR LE MARCHÉ HIGH YIELD AMÉRICAIN EN 2021

L'annonce par Pfizer et BioNTech d'un vaccin contre la COVID-19 efficace à 90 % lors de la troisième phase d'essais effectuée en novembre 2020 a surpris le marché et pourrait créer un contexte favorable aux actifs risqués à l'approche de 2021. Bien que les essais soient toujours en cours chez Pfizer et d'autres fabricants de vaccins, ils constituent un puissant catalyseur pour l'économie réelle et renforcent incontestablement les fondamentaux du segment *high yield*, qui ont tendance à bénéficier d'une reprise cyclique associée à un environnement de taux plus bas pour plus longtemps.

Cela dit, l'éventualité d'un plan de relance moins important que prévu aux États-Unis (réduction des dépenses budgétaires anticipées) est susceptible de pénaliser les actifs risqués. D'autre part, les espoirs de vaccin pourraient générer de multiples opportunités de rotation vers les secteurs cycliques des voyages et des loisirs, des transports, de l'énergie et de l'immobilier commercial, tandis que certains détaillants en ligne pourraient en pâtir. Quant à l'investissement dans l'immobilier résidentiel, il devrait bénéficier de la montée en puissance du télétravail, de taux hypothécaires historiquement bas et d'une évolution potentiellement durable du temps passé à domicile.

Au moment où nous écrivons ces lignes, l'avènement d'un Sénat républicain semble probable, ce qui pourrait conduire à des réformes moins ambitieuses que prévu dans le domaine de la santé. En outre, la mise au point d'un vaccin profiterait aux acteurs du secteur de la santé, notamment les hôpitaux, les fabricants de dispositifs médicaux et les soins ophtalmologiques et dentaires, qui devraient voir leur activité et leur rentabilité se normaliser à leurs niveaux pré-pandémiques.

Néanmoins, des incertitudes demeurent et les investisseurs doivent rester vigilants et sélectifs parmi les titres cycliques, en acceptant un risque de crédit maîtrisé et en privilégiant les positions de conviction sur des entreprises dont la trajectoire de reprise offre une bonne visibilité.

## SÉLECTIVITÉ ET FILTRAGE RIGOUREUX

Une sélectivité et un filtrage rigoureux sont essentiels dans un schéma de reprise en forme de K (reprise inégale). Après la pandémie, certaines entreprises risquent de s'effondrer tandis que d'autres se redresseront.

- Les changements structurels dans le comportement des consommateurs, le travail à domicile et les restrictions sociales ont été source de perturbations, mais aussi d'opportunités ;
- Dans une perspective de court terme, l'hôtellerie, les jeux et loisirs, le commerce de détail, les services aux consommateurs et aux entreprises, ainsi que les gros articles de consommation durable, resteraient toutefois vulnérables au risque de défaut (graphique 18) ;
- Les secteurs des soins de santé et des télécommunications ont été les grands gagnants et devraient continuer à se montrer résilients, indépendamment de la mise au point d'un vaccin ;
- Les constructeurs automobiles disposant de plateformes de production évolutives et de marques de premier plan gagneront des parts de marché dans le domaine des véhicules électriques, grâce à la vigueur de la consommation chinoise.

Enfin, les entreprises qui affichent un faible levier financier et opérationnel, ainsi que celles qui s'appuient sur des stratégies commerciales et financières efficaces pour gérer la crise, rebondiront plus rapidement grâce à la solidité de leur bilan.



### SOPHIE RABRÉAUD

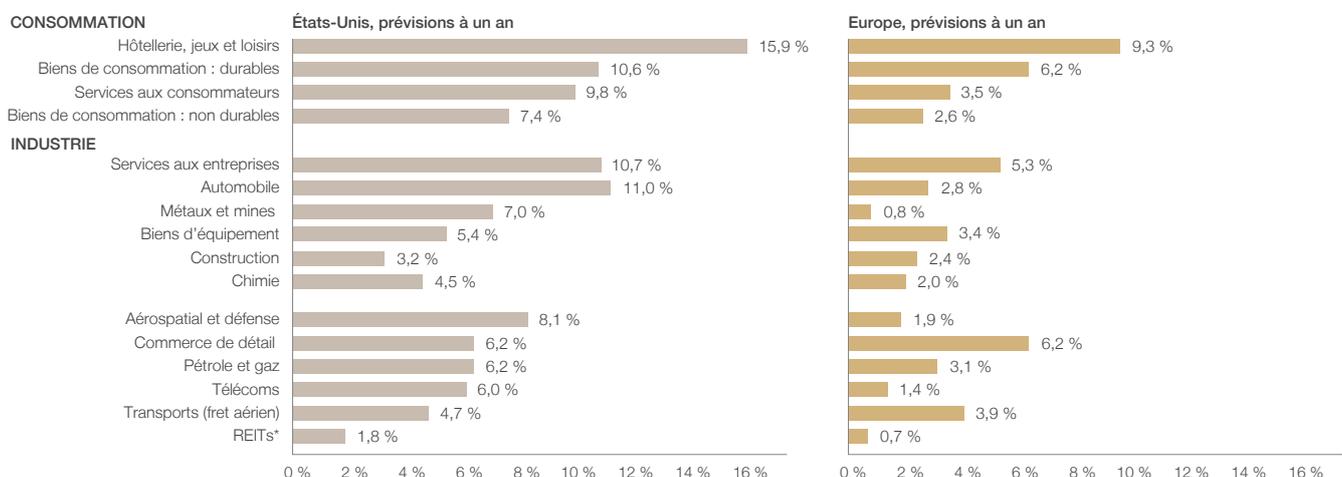
Head of Fixed Income Strategy and Research  
Asset Management  
Indosuez Wealth Management



### MAGGIE CHENG

Senior Credit Analyst  
Indosuez Wealth Management

GRAPHIQUE 18 : PRÉVISIONS DE TAUX DE DÉFAUT À UN AN PAR SECTEUR, %



\* Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées.  
Données au 10.11.2020.  
Sources : Moody's, Indosuez Wealth Management.

# PLEINS FEUX SUR LE SECTEUR TECHNOLOGIQUE AMÉRICAIN

Le secteur de la technologie restera-t-il le grand gagnant des marchés actions dans le contexte de la pandémie de COVID-19 en 2021 ?

Notre responsable des actions américaines analyse ci-après les forces structurelles et les perspectives de ce secteur clé.

## INTERVIEW

### AVEC MICHEL BOURGON, HEAD OF US EQUITY PORTFOLIO MANAGEMENT

**Global Outlook : Le secteur technologique représente l'essentiel de la croissance des résultats du S&P 500 depuis plusieurs années : assiste-t-on à un super cycle de la technologie, à un transfert de valeurs ou bien est-ce la traduction d'une rentabilité exponentielle des plateformes ?**

Michel Bourgon : Sur un an, les bénéficiaires des entreprises technologiques ont progressé de plus de 40 % alors que les bénéficiaires par action du S&P 500 hors secteur technologique sont quasi stables. Aujourd'hui encore, l'écart de croissance entre les valeurs technologiques reste très présent. Nous sommes actuellement en pleine saison de publication des résultats du troisième trimestre et, alors que le consensus attend une baisse des chiffres d'affaires de l'ordre de 5 % pour le S&P 500, une hausse de plus de 20 % est escomptée pour les cinq « *Big Tech* » (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet et Facebook).

Au final, les sociétés technologiques bénéficient à la fois d'une dynamique très forte au niveau des ventes, qui correspond aux changements dans nos comportements en tant que consommateurs, et d'un excellent niveau de rentabilité.

Au sein de certains segments comme le commerce en ligne (qui, dans le S&P 500, n'est pas comptabilisé dans le secteur technologique, mais dans la consommation discrétionnaire), on assiste bien à un phénomène de transfert de valeurs assez disruptif au détriment du commerce traditionnel – phénomène évidemment amplifié depuis la crise de la COVID-19. Pour autant, tous secteurs confondus, les entreprises consacrent une part croissante de leurs investissements à l'informatique (près de 40 % des investissements non résidentiels en 2020), car ils sont indispensables à la recherche de productivité.

**GO : Quels sont les domaines d'innovation les plus prometteurs aujourd'hui au sein de la technologie américaine ? Quelles thématiques avez-vous privilégiées jusqu'ici ?**

MB : Parmi nos stratégies, trois thématiques sont privilégiées depuis plusieurs années : l'intelligence artificielle, les activités *online* et les paiements dématérialisés.

L'intelligence artificielle est sans aucun doute une véritable révolution qui arrive. Elle peut apporter des gains de productivité significatifs ; McKinsey estime d'ailleurs ces gains entre 0,8 et 1,4 % par an jusqu'en 2065.

Quand on parle des activités en ligne, on pense souvent au *e-commerce*, qui est et demeure un thème majeur, mais il y a aussi le télétravail, le streaming, les réseaux sociaux...

Enfin, les paiements dématérialisés continuent à prendre l'ascendant sur les transactions en espèces. Les pièces et les billets finiront certainement par disparaître un jour.

Pour conclure sur ces grands domaines d'innovation, il faut noter qu'ils étaient très dynamiques avant la crise sanitaire ; celle-ci n'a fait qu'accélérer leur croissance.

À l'inverse, nos fonds restent moins investis sur le secteur de la voiture électrique, qui semble très valorisé et beaucoup plus intense en investissements, et donc avec une moindre visibilité sur la génération de *cash flows*.

Les plus gros investissements dans l'intelligence artificielle réalisés par les entreprises de *Big Tech*

**GO : Dans quels secteurs vous attendez-vous à voir un risque de disruption important ? Les *Big Tech* peuvent-elles étendre facilement leurs activités à de nouveaux secteurs ?**

MB : Si l'on reprend l'exemple de l'intelligence artificielle, aucune des *Big Tech* n'est à l'origine un acteur de ce segment. Et pourtant, les plus gros investissements viennent justement de ces acteurs. Pour eux, la situation est idéale. Il s'agit d'entreprises largement bénéficiaires, disposant d'excédents de liquidités, qui trouvent ici une nouvelle source d'opportunité de croissance.

Plus globalement, l'enjeu pour ces acteurs (et donc pour les régulateurs) peut se résumer à la question de la monétisation des données et à la capacité à contrôler un écosystème, comme l'atteste le conflit entre l'éditeur de jeux Epic Games et Apple concernant les conditions tarifaires imposées par Apple.



Cupertino, États-Unis

**GO : La technologie ne se résume pas aux FAANG, mais reflète la transition digitale de toute l'économie et les transformations de toutes les entreprises. Comment cette tendance affecte-t-elle les autres secteurs ?**

MB : Depuis plusieurs années, les gains de productivité viennent principalement de la technologie, et ne bénéficient pas qu'aux *Big Tech* : la digitalisation est une tendance dans tous les secteurs. Prenons l'exemple de la finance. À ce jour, les capitalisations boursières cumulées de Visa et de MasterCard dépassent celles des six plus grandes banques américaines. Les deux spécialistes des paiements n'ont que 38 000 employés, contre plus d'un million pour les six premières banques américaines.

La récente crise de la COVID-19 est venue bousculer les esprits. Deux mondes s'affrontent. D'un côté, certaines sociétés réfractaires aux changements ont pour seul objectif de reprendre leurs activités d'avant le confinement, comme si rien ne s'était passé. De l'autre, des entreprises voient dans ces changements de formidables opportunités pour améliorer leur productivité. Les sondages nous montrent que plus d'un tiers des entreprises cherchent aujourd'hui à réduire la taille de leurs bureaux. On peut voir dans ce type de décision un simple choix stratégique, mais les entreprises qui n'opteront pas pour cette nouvelle organisation du travail auront certainement d'importantes difficultés par rapport à des concurrents aux structures de coûts plus faibles. À noter que les grands bénéficiaires du télétravail ou du commerce en ligne poursuivent leur progression même après le déconfinement. À l'inverse, les valeurs liées à l'immobilier de bureaux et à l'immobilier commercial restent sous pression. Selon le spécialiste de l'immobilier Jones Lang LaSalle, le taux d'occupation des bureaux est de 86 % dans l'ensemble des États-Unis. Dans la ville de Charlotte, qu'il a analysée plus spécifiquement – et où sont situés notamment les sièges sociaux des six plus grandes banques américaines, le taux d'occupation officiel des bureaux est de 90 % ; mais, en réalité, moins de 20 % des employés y sont actuellement présents...

**GO : Pouvez-vous revenir sur le modèle de plateforme et expliquer en quoi il change la donne sur la façon d'appréhender sa rentabilité ?**

MB : On peut définir le modèle de plateforme comme la création d'une place de marché ou d'un écosystème, qui regroupe plusieurs caractéristiques :

- Une rentabilité exponentielle une fois que le point mort est dépassé, et qu'un avantage compétitif a été constitué ;
- Des parts de marché quasi monopolistiques (« *winner takes all*<sup>23</sup> ») ;
- Des barrières à l'entrée fortes en raison des investissements ;
- Un modèle de coûts fondé sur des investissements davantage que sur des coûts récurrents (et notamment des frais de personnel bien plus limités) ;
- Une capacité à créer un écosystème caractérisé par un partage de valeur très à son avantage pour qu'un produit soit disponible sur leur plateforme.

Pour un investisseur, appréhender ces modèles implique de pouvoir analyser dans la durée le cycle de constitution et de rentabilisation de la plateforme que l'on retrouve bien dans la trajectoire passée des résultats d'un acteur comme Amazon, même si sa rentabilité vient largement du *cloud* (Amazon Web Services).



San Francisco, États-Unis

**GO : La technologie américaine a-t-elle changé de modèle économique au cours de la décennie, et en quoi cela affecte-t-il la façon de la valoriser ?**

MB : En finance, pour valoriser un actif, nous actualisons des revenus futurs. Cette méthode est utilisée pour tous types d'actifs : immobilier, obligations et actions. Pour les actions, les revenus futurs comportent souvent une grande part d'incertitude. En revanche, dès lors qu'une entreprise réalise l'essentiel de son activité *via* un modèle de souscription, la visibilité sur ses revenus futurs augmente – d'où, en général, une revalorisation significative de cette société. Ces actions sont fréquemment appelées *bond proxy*, puisque les revenus générés sont « prévisibles » et que le niveau des taux d'intérêt devient essentiel dans leur valorisation.

De plus en plus d'entreprises adoptent ce modèle – et pas seulement dans le secteur de la technologie. Cette tendance est particulièrement marquée dans le software. Citons l'exemple le plus connu, Microsoft, qui avait moins de 10 % de revenus récurrents en 2000 contre plus de 60 % aujourd'hui. Avec un tel changement, est-il encore pertinent de comparer un Price Earning historique avec le Price Earning courant ?

Moins de 10 %  
des revenus  
de Microsoft  
étaient récurrents  
en 2000 contre  
plus de 60 %  
aujourd'hui

**GO : Parlons des postures et programmes des candidats sur la technologie : que faut-il en retenir, et faut-il craindre une pression politique plus forte sur les sujets de concurrence ?**

MB : Rappelons juste qu'il y a quatre ans, lors de l'élection de Donald Trump, le secteur de la technologie a été identifié comme le grand perdant par la plupart des investisseurs. Les valeurs technologiques avaient souvent à leur tête des libéraux progressistes, ouverts au monde et parfois écologistes, qui avaient financé la campagne démocrate. Les investisseurs craignaient que Donald Trump ne veuille pénaliser un secteur jugé trop puissant et hostile à son programme. *In fine*, c'est le secteur gagnant des quatre dernières années, et pas uniquement grâce à la baisse de la fiscalité. Bref, cela confirme peut-être que les tendances séculaires sur lesquelles surfent les valeurs technologiques sont plus fortes que le bruit politique à court terme.

Sur les aspects réglementaires, il faut rappeler que le secteur de l'IT est l'un des moins réglementés ; il l'est largement moins que les secteurs manufacturiers, de la santé ou encore des banques. La raison en est simple : il s'agit d'activités plus récentes. Certes, la réglementation est une contrainte qui pourrait s'accroître, et qui implique des coûts supplémentaires et donc des pressions sur les marges. Mais elle a aussi pour effet paradoxal d'instaurer des barrières à l'entrée. Un étudiant seul dans sa chambre pourrait-il créer le prochain grand réseau social s'il doit contrôler tout ce qui se passe sur sa plateforme et respecter la réglementation sur les données personnelles ? Probablement pas.

Enfin, si le régulateur souhaitait imposer un découpage des activités des entreprises, cela n'impliquerait pas pour autant un risque systématique pour l'actionnaire. À titre d'exemple, eBay a été capable de se séparer de PayPal sans destruction de valeur – bien au contraire.

En somme, les deux principales menaces seraient une hausse de la fiscalité et une limitation du pouvoir de diversification ; mais une attaque sérieuse contre les *leaders* de la technologie semble peu probable, notamment compte tenu des enjeux sous-jacents entre les États-Unis et la Chine.

**GO : En effet, la technologie est au cœur de la rivalité sino-américaine : le *leadership* américain est-il menacé sur ce plan, surtout si la pression politique sur le secteur devait s'accroître ?**

MB : La Chine et les États-Unis ont pour ambition d'être les *leaders* dans les années à venir, et il leur faudra pour cela dominer le domaine IT. Les acteurs de la technologie américaine ne cessent de mettre en avant cet argument auprès du pouvoir politique, en insistant sur le risque que représenterait pour les États-Unis un monde dominé par les acteurs de la technologie chinoise. L'enjeu sous-jacent, c'est bien sûr la confidentialité des données des individus, des entreprises et des États. Et cet enjeu déborde largement le cadre économique : c'est une question géostratégique qui protège sans doute les acteurs américains d'une très forte tentation régulatrice. Bref, pour les investisseurs, la dimension stratégique de la technologie est encore renforcée par cette rivalité et l'ampleur des investissements dans ce secteur.

**GO : Le secteur technologique est aussi régulièrement critiqué pour son impact environnemental. Pouvez-vous revenir sur ce point et nous dire comment vous le prenez en compte ?**

MB : Les *data centers* sont certes très critiqués dans les médias pour leur forte consommation d'énergie, et la consommation de données a explosé ces dernières années. Mais il convient de nuancer le propos en rappelant que les *data centers* sont devenus émetteurs de *green bonds* : en effet, ce secteur est aussi une zone de progrès technique et de recherche d'efficacité énergétique, ainsi que de production d'électricité. Peut-être disposerons-nous plus tôt de *data centers* avec un bilan carbone neutre avant les voitures propres. Il faut donc garder à l'esprit que le secteur de la technologie ne se limite pas aux *Big Tech*, mais intègre beaucoup d'acteurs innovants dans le domaine de l'environnement et de la santé. C'est un axe d'investissement important.



**MICHEL BOURGON**

Head of US Equity Portfolio Management  
Indosuez Wealth Management



Shanghai, Chine

# PRIVATE EQUITY : LE NOUVEAU VISAGE DU CAPITALISME AMÉRICAIN

Depuis 2009, les fonds de *private equity* et de capital-risque lèvent davantage de capitaux que les marchés boursiers publics traditionnels.

Aux États-Unis, le *private equity* est fermement établi au carrefour de la transformation financière, opérationnelle et numérique des entreprises américaines – le cœur du capitalisme américain moderne.

Le capitalisme américain a connu ses 25 dernières années une profonde mutation de son modèle de financement et de transmission de ses entreprises, à savoir celle de l'émergence séculaire des marchés privés non cotés, le *private equity*. Cette transformation, souvent méconnue, est pourtant par son ampleur désormais une donnée fondamentale dans l'évolution des allocations d'actifs des investisseurs aux États-Unis.

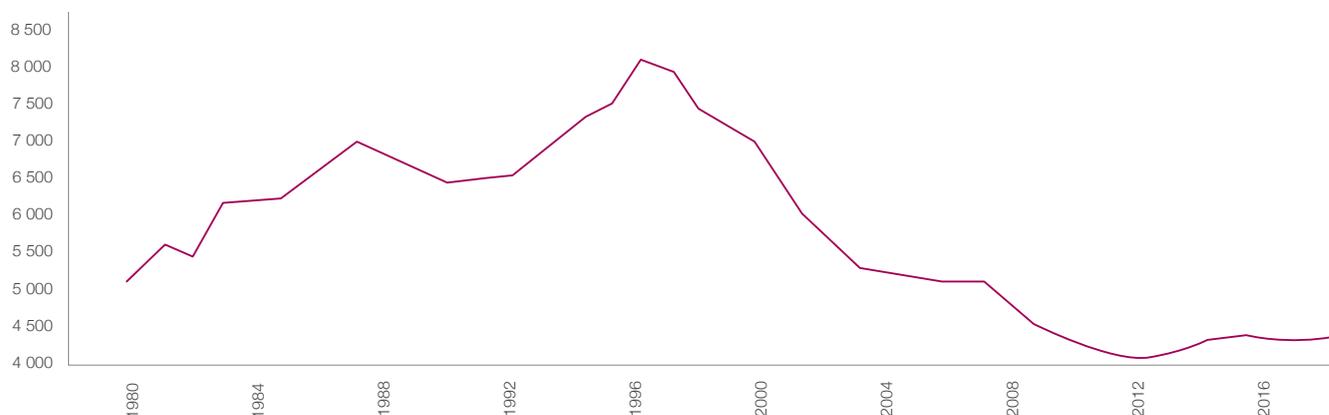
En effet, le nombre de sociétés américaines cotées est passée de son pic historique en 1997 de 7 300 à moins de 3 700 en 2019. C'est sur le segment des petites et moyennes entreprises que cette évolution est la plus marquée, puisque c'est près de 90 % de ces sociétés qui ont simplement disparue de la cote (graphique 19). Sur la même période, on estime que le nombre de sociétés américaines accompagnées par des fonds de *private equity* ou de *venture capital*, est passé de moins de 1 000 à plus de 8 000. Depuis 2009, il y a désormais plus de capitaux levés auprès des fonds de *private equity* et de *venture capital* que sur les marchés boursiers traditionnels. En 2017, les entreprises ont levé près de 3 trillions de dollars américains sur les marchés privés contre seulement 1.5 trillions sur les marchés boursiers<sup>24</sup>.

## LE VECTEUR PRINCIPAL DE LEVÉE DE CAPITAUX

Ce transfert massif de financements et d'actifs entre les marchés publics et les marchés privés se mesure également dans les allocations d'actifs des investisseurs sophistiqués, à savoir les fonds de pensions et les *endowments*<sup>25</sup>, dont la part dans le *private equity* atteint désormais 17,2 %<sup>26</sup> contre moins de 1 % à la fin du siècle dernier.

Le *private equity* américain dont les actifs ont été multipliés par 9 en moins de 25 ans<sup>27</sup> atteignent désormais près de 2 trillions de dollars. Cette évolution a donné naissance à des géants américains de l'investissement, à l'empreinte mondiale, comme KKR, Blackstone, Carlyle ou Bain Capital contrôlant de fait une partie du tissu économique et entrepreneurial américain. C'est sans surprise que leur statut réglementaire, fiscal et sociétale s'est désormais largement immiscé dans le débat parlementaire américain, et en particulier dans la dernière campagne présidentielle<sup>28</sup>.

GRAPHIQUE 19 : NOMBRE DE SOCIÉTÉS COTÉES EN BOURSE AUX ÉTATS-UNIS



Sources : Globaleconomy.com, Indosuez Wealth Management.

24 - MorganStanley, 2020.

25 - Fondations.

26 - Prequin, Alternatives Report 2020.

27 - Pitchbook, 2020.

28 - House of representatives, Session 11-19, "America for Sale : A examination of the practices of Private Equity".



Chicago, États-Unis

Force est de constater que le *private equity* a tout simplement « préempté » une large part du tissu entrepreneurial américain et en particulier de sa création de valeur sous-jacente. Ce qui lie Google, Facebook ou Uber est le rôle déterminant qu'a joué le *private equity* dans leur émergence et leur financement. Plus de 90 % des IPOs et la moitié des retraits de cotes concernent désormais des sociétés américaines initialement soutenues et accompagnées par des fonds de *private equity*.

## LES ATOUTS DU PRIVATE EQUITY

Il y a plusieurs raisons qui peuvent expliquer cette profonde mutation. La pression des résultats trimestriels et le coût réglementaire et opérationnel d'une cotation boursière, ont contraints un grand nombre d'entrepreneurs à conserver « privé » leur entreprise plus longtemps et cela en s'appuyant sur des sources de financements alternatives proposées les fonds de *private equity*, et ce à chaque stade de leur développement. Ce phénomène est particulièrement visible dans les entreprises de technologie américaines dont la cotation boursière n'intervient qu'après 12 ans en moyenne contre 8<sup>29</sup> auparavant.

En mettant en œuvre des stratégies de transformation opérationnelle, d'optimisation du capital employé et s'inscrivant sur des horizons longs d'investissement, les fonds de *private equity* américains ont ainsi su déployer des recettes d'investissements qui ont offerts aux investisseurs des retours supérieurs par un facteur de 1.2 en moyenne versus le S&P 500 sur les 20 dernières années<sup>30</sup>.

Enfin, d'une part la désintermédiation bancaire depuis la crise de 2008 avec l'émergence des fonds de dette privée dont les encours ont été multiplié par 3, et d'autre part le développement du marché secondaire, qui a atteint 80 billions de dollars en 2019 contre moins de 20 billions de dollars il y a 10 ans<sup>31</sup>, offrent aux fonds de *private equity* américains des sources de financement alternatives ainsi qu'une liquidité croissante à leurs propres investisseurs.

Cet écosystème qui associe sources de fonds propres et de financements alternatifs, liquidité accrue et une taille critique permet au *private equity* d'offrir au capitalisme américain un nouveau visage tout en s'émancipant des marchés de capitaux traditionnels et ceci dans un cercle vertueux d'autonomie attirant toujours plus de nouveaux talents.

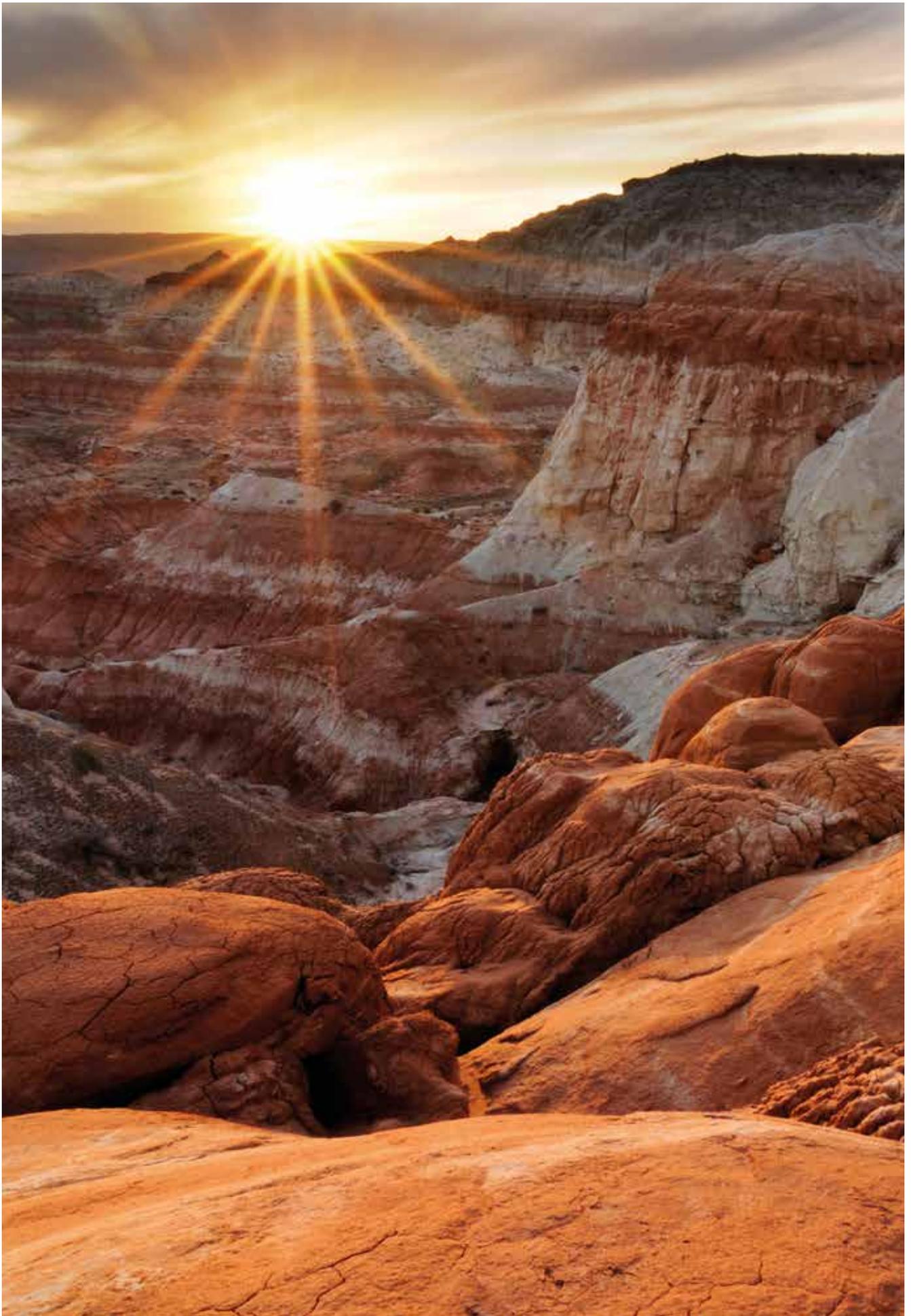
Le *private equity* américain, par sa taille et par la diffusion de son model, s'est durablement inscrit au cœur du financement et de la transformation opérationnelle et digitale des entreprises américaines. Une réalité que les investisseurs de long terme ne peuvent désormais plus ignorer dans la construction de leur allocation d'actifs.



**OLIVIER CARCY**

Global Head of Asset Management  
Indosuez Wealth Management

29 - MorganStanley, 2020.  
30 - Sources Prequin et Indosuez, PME Index.  
31 - Alpinvest, 2020 Secondaries Report.



Utah, États-Unis

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

La question centrale pour les investisseurs, dans un contexte chamboulé sur le plan sanitaire et à l'aube d'une nouvelle présidence américaine, est de savoir si ce nouveau cadre est de nature à changer la donne en termes de perspectives sur les principales classes d'actifs. Trois aspects requièrent l'attention.

**Primo, la scène internationale. Cette décennie sera-t-elle moins conflictuelle et plus lisible?** Les tensions géopolitiques et commerciales vont-elles se réduire et permettre aux investisseurs de se projeter plus aisément ? Sur ce plan, nous pensons que le cadre qui se met en place demeure globalement favorable aux investissements émergents. Une Réserve fédérale accommodante, un dollar plus faible et une présidence moins agressive en matière commerciale faciliteront le retour des capitaux dans la zone. Les pays d'Asie bénéficieront aussi d'une forte reprise de la croissance chinoise, qui détermine assez largement la croissance du reste de l'Asie. La région Asie-Pacifique capte en effet près de 50 % des échanges extérieurs de la Chine. Au sein de l'Asie, la Chine ressort plus que jamais comme la gagnante de cette épreuve sanitaire et la principale bénéficiaire de l'arrivée d'un nouveau président à la Maison Blanche, même s'il ne faut pas surestimer la bienveillance de Joe Biden vis-à-vis de la Chine : le fond changera sans doute moins que le style.

**Secundo, l'implication des perspectives de croissance pour les investisseurs.** Au niveau mondial, le rebond attendu de la croissance en 2021 traduit d'abord un effet de base important (comparaison avec une année fortement dégradée par le confinement du printemps 2020), mais ne doit pas masquer les incertitudes qui pèsent sur cette reprise et les fragilités accrues par cette pandémie. La reprise est donc plus progressive dans les pays où la pandémie est encore très active, comme l'Europe, et plus rapide en Asie – notamment en Chine.

**Tertio, le *policy-mix* qui se met en place pour répondre à ce contexte de récession forte et de reprise incertaine dans l'ensemble des grandes économies,** et que nous avons décrit dans notre précédent Global Outlook (second semestre 2020). Ce *mix* constitue une rupture par rapport au passé, puisqu'une politique budgétaire expansionniste vient désormais s'ajouter à une politique monétaire devenue quasi structurellement accommodante. La Fed a en effet révisé sa politique d'inflation cible et entrevoit trois ans sans hausse de taux, même si l'inflation devait dépasser 2 %.

L'élection américaine ne fait que renforcer cette tendance, comme en témoigne le plan de relance budgétaire proposé par Joe Biden ; ce plan ne sera probablement pas voté par le Sénat, mais les urgences économiques et sociales nées de la pandémie devraient donner le jour à de nouvelles mesures budgétaires.

Cet environnement devrait consacrer la pérennité d'un ancrage des taux d'intérêt courts à des niveaux très bas. Il serait donc plutôt favorable aux actifs risqués, mais dont les rendements seront modestes :

- Les entreprises vont continuer à bénéficier de mesures de soutien à leur chiffre d'affaires et à faire financer une partie du chômage partiel, ce qui soutient les résultats et limite la hausse des faillites ;
- C'est d'ailleurs ce qui ressort de la saison de publication des résultats du troisième trimestre : on y voit apparaître un pourcentage très élevé d'entreprises dont les résultats dépassent les attentes du marché, même si ces résultats sont encore en retrait par rapport à leur niveau d'avant la COVID-19 ;
- Les banques centrales vont continuer à apporter de la liquidité et à jouer un rôle de compression des primes de risques obligataires en augmentant leur bilan et en l'étendant aux obligations d'entreprises, ce qui permettra à celles-ci de se refinancer ;
- Mais il faut garder à l'esprit que la hausse des défauts va se poursuivre en 2021 dans plusieurs secteurs : c'est autant un facteur de prudence pour les investisseurs dans le haut rendement (*high yield*) qu'une source d'opportunités nouvelles pour le segment de la dette décotée ;
- Les taux bas ont pour effet de revaloriser mécaniquement le prix des actifs, tout en poussant les investisseurs issus du monde obligataire à aller chercher du rendement vers des actifs plus risqués ;
- Ce cadre d'investissement devrait aussi continuer d'être favorable aux actifs soutenus par une forte disponibilité du crédit à taux bas, et notamment l'immobilier résidentiel.



Los Angeles, États-Unis

Mais un premier facteur de risque doit être pris en compte : le risque d'évolution de la fiscalité des entreprises et son impact pour les marchés. Dans le cadre de son programme économique, Joe Biden a en effet proposé de relever de 7 points le taux d'impôt sur les sociétés, effaçant ainsi une partie de la réforme fiscale de Donald Trump. Même si ces mesures ont peu de chances de voir le jour – du moins dans ces proportions –, une hausse plus générale du salaire minimum semble davantage plausible. Cela pourrait pénaliser le niveau de rentabilité des entreprises et plafonner la valorisation des actions américaines, dont la forte progression des dernières années reflétait d'abord une hausse de la profitabilité, soutenue à la fois par une politique fiscale favorable et par un cadre monétaire accommodant.

Un autre risque serait que cette politique économique pousse à une repentification de la courbe des taux plus importante que l'on ne l'anticipe. Une remontée modérée des taux longs, comme celle de septembre-octobre 2020, ne suffit pas à faire trébucher le marché, et joue plutôt un rôle de redistribution entre secteurs. En revanche, si la vigueur de la reprise et l'évolution des salaires (une fois le taux de chômage revenu à un niveau faible) devaient amener à une remontée même modérée de l'inflation, on peut imaginer que les investisseurs vendraient plus massivement les obligations longues. Cependant, on peut nuancer ce risque pour deux raisons. D'une part, le taux de chômage mettra vraisemblablement deux ans à revenir à son niveau de 2019, ce qui écarte peut-être le risque d'inflation salariale ; d'autre part, la remise en cause du plan de relance de Joe Biden par un Sénat non acquis à sa cause réduit la probabilité d'une accélération de la croissance inflationniste. Il est néanmoins possible qu'un plan de relance négocié à mi-chemin suffise à relancer le mouvement de rotation sectorielle du début d'automne 2020, en faveur des valeurs cycliques. Le réglage du couple croissance/inflation se fera probablement davantage à horizon de deux/trois ans, ce qui reposera peut-être la question du contrôle de la courbe des taux par la Réserve fédérale.

Les investisseurs sont aussi en droit de s'interroger sur la soutenabilité des dettes souveraines à plus long terme, et notamment au regard du projet de Joe Biden. Ce programme, s'il devait voir le jour, devrait encore faire grimper le *ratio* d'endettement des États-Unis, et contraindre la Réserve fédérale à continuer de monétiser la dette du Trésor américain – ce qui devrait exercer une pression modérée, mais structurelle, à la baisse du dollar. À plus long terme, le dollar pourrait voir son rôle de principale monnaie de réserve disputé par d'autres devises, comme l'euro ou le renminbi.

Au terme d'une année qui a favorisé les valeurs de la technologie, les entreprises associées à la thématique « *stay at home/work from home* », devons-nous attendre une poursuite de cette tendance ? Le nouveau président des États-Unis va-t-il justement amener à une sorte de rééquilibrage entre l'économie physique et l'économie virtuelle ? Sur ce plan, nous pensons que la menace de l'antitrust sur les valeurs technologiques est sans doute surestimée, et que le contexte sanitaire ne fait qu'accélérer une tendance structurelle très puissante de destruction créatrice<sup>32</sup>.

Ces phases de destruction créatrice en période de croissance plus faible sont propices à une accélération de la transformation du capitalisme dont le *private equity* peut tirer parti. La nécessité pour de nombreux groupes de faire évoluer leur modèle et de se séparer d'actifs, et pour d'autres de retrouver une perspective d'investissement à plus long terme avec un dialogue actionnaire/dirigeant fécond, est de nature à favoriser cette classe d'actifs plébiscitée par les institutionnels et, de plus en plus, par les individus fortunés.

32 - Joseph Schumpeter (1942) décrit la destruction créatrice comme le « processus de mutation industrielle qui révolutionne sans cesse la structure économique de l'intérieur, détruisant sans cesse l'ancienne, en créant sans cesse une nouvelle ».

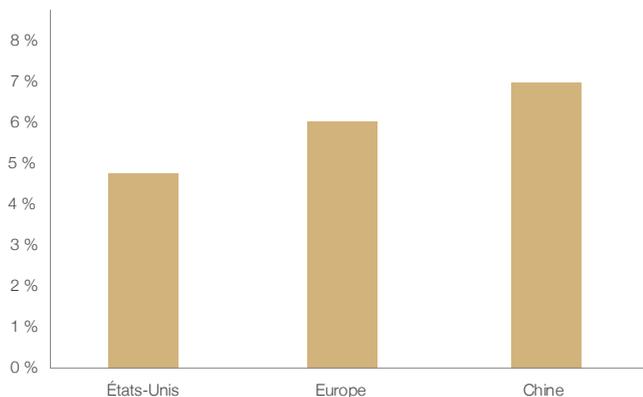


En conclusion, ce contexte semble favorable aux investisseurs de long terme qui sauront dépasser les soubresauts de court terme pour fonder leur allocation d'actifs à la fois sur une perspective réaliste de rendements à long terme plus modestes et sur des perspectives de croissance concentrée sur les thèmes de la transformation séculaire. La classe moyenne émergente, la transition environnementale, les évolutions sanitaires et démographiques et la révolution digitale resteront donc les thèmes clés sur lesquels investir au niveau mondial, avec peut-être un biais moins marqué vers les États-Unis que vers les émergents (graphiques 20 et 21).



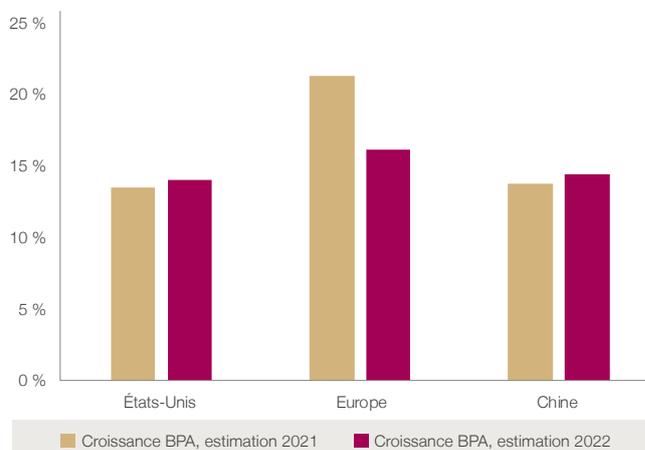
**VINCENT MANUEL**  
Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

**GRAPHIQUE 20 : RENDEMENT ACTIONS (BÉNÉFICES ESTIMÉS 2021/COURS DE BOURSE), %**



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

**GRAPHIQUE 21 : CROISSANCE DES BÉNÉFICES PAR ACTION (BPA), %**



Source : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



New York, United States

# TABLEAUX DE PERFORMANCES

TABLEAU 3 : PERFORMANCE ANNUELLE DES OBLIGATIONS, DEVISES LOCALES, %

OBLIGATIONS	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 03.12.2020
Emprunts d'État émergents	6,29 %	12,49 %	-10,62 %	1,88 %	-0,48 %
Emprunts d'État américains	1,11 %	1,10 %	1,41 %	5,22 %	5,75 %
Emprunts d'État en euro	1,86 %	0,39 %	0,40 %	3,16 %	2,07 %
Entreprises haut rendement en euro	8,14 %	4,82 %	-3,37 %	9,55 %	0,97 %
Entreprises haut rendement en dollar US	15,31 %	6,32 %	-1,48 %	14,65 %	2,93 %
Entreprises émergentes	7,61 %	2,84 %	-6,89 %	9,11 %	1,95 %

TABLEAU 4 : PERFORMANCE ANNUELLE DES DEVISES, COMPTANT, %

DEVISES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 03.12.2020
EUR/CHF	-15,70 %	-2,71 %	-0,74 %	1,63 %	-1,99 %	-9,54 %	-1,48 %	9,16 %	-3,82 %	-3,55 %	-0,14 %
GBP/USD	-3,45 %	-0,44 %	4,58 %	1,86 %	-5,92 %	-5,40 %	-16,26 %	9,51 %	-5,62 %	3,94 %	0,50 %
USD/CHF	-9,66 %	0,31 %	-2,42 %	-2,46 %	11,36 %	0,78 %	1,69 %	-4,39 %	0,80 %	-1,58 %	-5,97 %
EUR/USD	-6,54 %	-3,16 %	1,79 %	4,17 %	-11,97 %	-10,22 %	-3,18 %	14,15 %	-4,48 %	-2,22 %	6,37 %
USD/JPY	-12,80 %	-5,19 %	12,79 %	21,39 %	13,74 %	0,37 %	-2,71 %	-3,65 %	-2,66 %	-0,98 %	-3,96 %

TABLEAU 5 : PERFORMANCE ANNUELLE DES MATIÈRES PREMIÈRES, DEVISES LOCALES, %

MATIÈRES PREMIÈRES	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 03.12.2020
Acier (CNY/Mt)	60,46 %	42,69 %	-8,19 %	-1,91 %	10,48 %
Or (USD/Once)	8,14 %	13,53 %	-1,56 %	18,31 %	17,11 %
Pétrole brut WTI (USD/Baril)	45,03 %	12,47 %	-24,84 %	34,46 %	-25,75 %
Argent (USD/Once)	15,84 %	7,23 %	-9,36 %	15,32 %	25,74 %
Cuivre (USD/Mt)	17,65 %	30,92 %	-17,69 %	3,50 %	22,77 %
Gaz naturel (USD/MMBTU)	59,35 %	-20,70 %	-0,44 %	-25,54 %	31,66 %

TABLEAU 6 : RENDEMENT ANNUEL DES INDICES ACTIONS, HORS DIVIDENDES, DEVISES LOCALES, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 03.12.2020
20,89 %	0,00 %	19,42 %	51,46 %	51,66 %	9,93 %	27,92 %	38,71 %	-6,24 %	36,07 %	21,08 %
16,99 %	-5,55 %	18,01 %	29,60 %	11,39 %	6,79 %	16,44 %	34,35 %	-9,27 %	28,88 %	14,87 %
16,36 %	-7,62 %	17,71 %	24,09 %	8,08 %	5,58 %	14,43 %	21,78 %	-10,44 %	25,19 %	12,10 %
12,78 %	-11,34 %	15,15 %	17,37 %	4,35 %	-0,73 %	9,54 %	20,96 %	-12,48 %	23,16 %	9,53 %
12,07 %	-18,94 %	14,37 %	14,43 %	2,92 %	-2,74 %	8,57 %	20,83 %	-13,24 %	15,42 %	8,11 %
9,55 %	-19,16 %	13,40 %	0,61 %	2,23 %	-4,93 %	5,32 %	20,11 %	-16,31 %	15,37 %	1,95 %
9,00 %	-20,41 %	13,18 %	-5,03 %	-2,71 %	-11,31 %	2,87 %	19,69 %	-16,57 %	15,21 %	-6,37 %
8,63 %	-21,92 %	7,55 %	-7,65 %	-4,62 %	-16,96 %	-1,20 %	19,42 %	-17,80 %	13,71 %	-15,19 %
-0,97 %	-22,57 %	5,84 %	-8,05 %	-14,78 %	-22,37 %	-1,85 %	7,68 %	-18,71 %	12,10 %	-16,92 %
-12,51 %	-25,01 %	5,43 %	-15,72 %	-17,55 %	-32,92 %	-11,28 %	7,63 %	-25,31 %	11,20 %	-24,71 %

MEILLEURE PERFORMANCE 

MOINS BONNE PERFORMANCE 

FTSE 100
  Topix
  MSCI World
  MSCI EMEA
  MSCI Emerging Markets
  Stoxx Europe 600
  S&P 500
  Shanghai SE Composite
  MSCI Latam
  MSCI Asia Ex Japan

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



# PRÉSENCE INTERNATIONALE

## NOTRE HISTOIRE

Depuis plus de 140 ans, nous conseillons des entrepreneurs et des familles du monde entier, leur offrant notre soutien à travers des conseils financiers experts et un service personnalisé d'exception. À ce jour, nous continuons de proposer à chaque client un service sur mesure, en l'aidant à bâtir, protéger et transmettre son patrimoine.

Ce service réellement personnalisé répond aux attentes de nos clients et, combiné à la solidité financière et à l'expertise complémentaire du Groupe Crédit Agricole, l'une des 10 premières banques mondiales, propose une approche unique permettant de créer de la valeur pour les entrepreneurs et les familles du monde entier.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

Indosuez Wealth Management s'appuie sur un patrimoine exceptionnellement riche, fondé sur des relations à long terme, une expertise financière et notre réseau financier international :

## AMÉRIQUES

### MIAMI

600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor  
Miami, FL 33131 - États-Unis  
T. +1 305 375 7800

### MONTEVIDEO

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576  
Av. Luis A. de Herrera 1248,  
11300 Montevideo - Uruguay  
T. +598 26 23 4270

### SÃO PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>o</sup> andar,  
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132 - Brésil  
T. +5511 3896 6300

## ASIE PACIFIQUE

### HONG KONG RAS

29th floor Two Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

### NOUMÉA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata  
98800 Nouméa - Nouvelle-Calédonie  
T. +687 27 88 38

### SINGAPOUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
Singapour 068912  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPE

### BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsessesteenweg  
1000 Bruxelles - Belgique  
T. +32 2 566 92 00

### GENÈVE

Quai Général-Guisan 4  
1204 Genève - Suisse  
T. +41 58 321 90 90

### LUXEMBOURG

39, Allée Scheffer  
2520 Luxembourg  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Espagne  
T. +34 91 310 99 10

### MILAN

Piazza Cavour 2  
20121 Milan - Italie  
T. +39 02 722 061

### MONACO

11, Boulevard Albert 1er  
98000 Monaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARIS

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Paris - France  
T. +33 1 40 75 62 62

## MOYEN-ORIENT

### ABU DHABI

Zahed The 1st Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 4th Floor,  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
T. +971 2 631 24 00

### DUBAÏ

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road  
PO Box 9423 Dubaï  
T. +971 4 350 60 00

Les banques du Groupe Indosuez Wealth Management se préparent en outre au remplacement ou à la restructuration des taux d'intérêt interbancaires tels que le LIBOR, l'EURIBOR et l'EONIA dont les modalités de fixation vont être considérablement renforcées comme l'ont décidé les autorités de contrôle et les acteurs bancaires des grandes places financières. Au niveau européen, la BCE a commencé à publier en octobre 2019 l'€STR (Euro Short Term Rate) qui cohabitera jusqu'en décembre 2021 avec l'EONIA qu'il remplacera en janvier 2022. Concernant l'EURIBOR, le European Money Markets Institute a confirmé en novembre 2019 que la phase de transition vers l'EURIBOR Hybride était terminée, s'achevant d'ici décembre 2021 à sa restructuration complète. Chaque taux de type « IBOR » (comme par exemple le LIBOR US Dollar) subira également une refonte qui devrait s'achever également d'ici fin 2021. C'est ainsi que la Banque nationale suisse a annoncé en juin de cette année l'introduction de son propre taux directeur en CHF, calqué sur le SARON (Swiss Average Rate Overnight) avec l'objectif de créer des taux à terme également référencés sur cet indice.

L'ensemble de ces réformes est attentivement suivi par le Groupe Indosuez Wealth Management, dans le cadre d'un dispositif spécifique afin de traiter les impacts juridiques, commerciaux et opérationnels liés. Ces changements ne requièrent à ce stade aucune démarche de votre part pour vos opérations de financement ou de placement comportant une indexation sur les taux de référence concernés. Des informations complémentaires vous seront communiquées une fois les modalités de remplacement connues. Votre responsable de compte reste à votre entière disposition en cas de questions.

# GLOSSAIRE

**AEMF** : Autorité européenne des marchés financiers.

**AEUMC** : Accord États-Unis – Mexique – Canada, accord de libre-échange signé le 30 septembre 2018 par les responsables politiques des trois pays et qui remplace l'ALENA (créé en 1994).

**Backwardation** : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est inférieur au prix « spot » (au comptant) du sous-jacent. On parle également de marché en déport (situation inverse du Contango ou marché en report).

**Barbell** : une stratégie de placement qui exploite les deux extrémités de la courbe de rendement, par exemple en prenant une position longue (acheteuse) sur les taux courts et les taux longs d'un marché obligataire.

**Bear (ou bearish)** : désigne une tendance baissière / un sentiment négatif du marché ou l'investisseur.

**BCE** : la Banque centrale européenne, qui régit l'euro et la politique monétaire des États membres de la zone euro.

**Bottom-up (en anglais signifiant « de bas en haut »)** : analyses ou stratégies de placement qui se focalisent sur les données fondamentales des entreprises, en opposition à une analyse « top-down », qui se concentre sur les agrégats macroéconomiques.

**BPA** : bénéfice par action.

**Brent** : un type de pétrole brut doux, souvent utilisé comme référence du cours du pétrole brut en Europe.

**Bull (ou bullish)** : désigne une tendance haussière / un sentiment positif du marché ou de l'investisseur.

**Bund** : obligation d'État allemande à 10 ans.

**Call** : terme anglais désignant une option d'achat sur un instrument financier, c.-à-d. le droit d'acheter à un certain prix.

**CFTC (Commodity Futures Trading Commission)** : un organisme fédéral américain indépendant en charge de la surveillance réglementaire sur les marchés américains des options et des contrats à terme sur matières premières.

**COMEX (Commodity exchange)** : le COMEX a fusionné avec le NYMEX aux États-Unis en 2014 et est devenu la division spécialisée dans la négociation d'options et de contrats à terme sur métaux.

**Conseil de coopération du Golfe (CCG)** : organisation visant à favoriser la coopération régionale entre l'Arabie saoudite, l'Oman, le Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

**Contango** : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est supérieur au prix « spot » (au comptant) de l'actif sous-jacent. On parle également de marché en report (situation inverse à la *Backwardation* ou marché en déport).

**Dettes subordonnées** : une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial de la dette non subordonnée. En contrepartie du risque supplémentaire accepté, la dette subordonnée a tendance à générer des rendements plus élevés.

**Drawdown** : correspond à la perte maximale historique subie par la valeur d'un portefeuille d'investissement. Il constitue un indicateur de risque du portefeuille.

**Duration** : elle évalue la sensibilité d'une obligation ou d'un fonds obligataire aux variations des taux d'intérêt. Cette valeur est exprimée en années. Plus la durée d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)** : terme anglo-saxon désignant les bénéfices générés avant la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce ratio, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation)** : ce ratio est calculé en rajoutant les intérêts financiers, les impôts, la dépréciation et les charges d'amortissement aux bénéfices. Il est utilisé pour mesurer la rentabilité du cycle d'exploitation de l'entreprise avant les dépenses hors exploitation et les charges hors caisse.

**ESG** : environnemental, social et de gouvernance.

**Fed** : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis.

**FMI** : le Fonds monétaire international.

**FOMC (Federal Open Market Committee)** : il est l'organe de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

**Futures** : mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

**G10** : l'un des cinq groupes, à savoir les Groupes des 7, 8, 20 et 24, visant à favoriser le dialogue et la coopération entre des pays dont les intérêts (économiques) sont similaires. Les membres du G10 sont : l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse (qui est le 11<sup>e</sup> membre).

**GES** : gaz à effet de serre.

**High Yield ou Haut rendement** : catégorie d'obligations, également appelées obligations spéculatives (*junk bonds*, en anglais), dont la notation est inférieure à « *investment grade* » (c'est-à-dire toutes les notations inférieures à BBB- selon l'échelle de l'agence de *rating* Standard & Poor's). En règle générale, plus la notation est faible, plus le rendement est élevé, car le risque sur leur remboursement est plus élevé.

**Huard** : appellation populaire du dollar canadien.

**IDA** : Indice des directeurs d'achat, PMI (Purchasing Manager Index) en anglais.

**Indice de surprises économiques** : mesure le niveau de variation des données macroéconomiques publiées par rapport aux anticipations des prévisionnistes.

**Indices investment grade / high yield iBoxx** : indicateurs de référence mesurant le rendement des obligations d'entreprises investment grade/high yield, à partir de prix multi-sources et en temps réel.

**Indice Russell 2000** : indice de référence mesurant la performance du segment petites capitalisations américaines. Il comprend les 2000 plus petites sociétés de l'indice Russell 2000.

**Investment Grade** : catégorie d'obligations de « haute qualité » dont la notation est située entre AAA et BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's ou équivalent pour les autres agences (Fitch ou Moody's).

**IPC (indice des prix à la consommation)** : cet indice estime le niveau général des prix auquel est confronté un ménage type sur la base d'un panier de consommation moyen de biens et de services. Il est l'instrument de mesure de l'inflation le plus couramment utilisé.

**ISR** : investissement socialement responsable.

**LIBOR (London Interbank Offered Rate)** : taux d'intérêt interbancaire moyen auquel une sélection de banques veut s'accorder des prêts sur le marché financier londonien. Les taux LIBOR existent en plusieurs durées (jusqu'à 12 mois) et en différentes devises. Le LIBOR n'existera plus à compter de 2020.

**LME (London Metal Exchange)** : bourse d'échange des matières premières comme le cuivre, le plomb ou le zinc, au Royaume-Uni.

**LVT** : Ratio prêt/valeur (Loan-to-Value) ; ratio qui exprime la taille d'un prêt en fonction de la valeur des actifs acquis. Ce ratio est couramment utilisé pour les prêts hypothécaires ; les organismes de réglementation financière le plafonnent souvent afin de protéger prêteurs et emprunteurs contre les chutes soudaines et brutales des prix immobiliers.

**Mark-to-market** : valorisation des actifs au prix prévalant sur le marché.

**Obligation inférieure au pair** : obligation dont le prix est inférieur à sa valeur nominale, c.-à-d. inférieur à 100.

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

**OPEP** : Organisation des pays producteurs de pétrole composée de 14 membres.

**OPEP+** : Organisation constituée des pays de l'OPEP et de 10 autres pays producteurs, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan.

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

**PIB (produit intérieur brut)** : mesure le niveau de production de biens et de services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

**Point de base (pbs)** : 1 point de base = 0,01%.

**Policy-mix** : stratégie économique qu'un État adopte en fonction de la conjoncture et de ses objectifs, consistant principalement à combiner politique monétaire et politique budgétaire.

**Put** : contrat d'option qui confère le droit, mais pas l'obligation, de vendre un montant déterminé d'un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance pendant une période de temps donnée ou à une date fixée. L'acheteur du put s'attend à ce que le prix de l'actif sous-jacent baisse à un niveau inférieur au prix de l'option avant la date d'expiration. La valeur du put augmente à mesure de la baisse du prix de l'actif sous-jacent, et vice versa.

**Quantitative easing (QE)** : instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

**Renminbi** : en chinois se traduit littéralement par « monnaie du peuple ». C'est le nom officiel de la devise de la Chine (à l'exception de Hong Kong et Macao). On le désigne souvent sous le nom de yuan.

**SEC (Securities and Exchange Commission)** : organisme fédéral américain indépendant en charge du bon fonctionnement des marchés financiers.

**Short covering** : couverture ou clôture des positions de vente à découvert.

**Spread (pour Spread de crédit)** : correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

**Swap** : un *swap* est un instrument financier, ou contrat d'échange, souvent de gré à gré qui permet d'échanger deux flux financiers. Les sous-jacents principaux utilisés pour définir les swaps sont les taux d'intérêt, les devises, les actions, le risque de crédit et les matières premières. Il permet par exemple d'échanger à dates fixes un montant fonction d'un taux variable contre un taux fixe. Les swaps peuvent être utilisés pour prendre des positions spéculatives ou de protection des risques financiers.

**Titres hybrides** : titres qui empruntent des caractéristiques à la fois des obligations (versement d'un coupon) et des actions (pas de date d'échéance ou très éloignée, ou bien des maturités très longues ; un coupon peut ne pas être versé, comme pour un dividende).

**Value** : segment des actions décotées, c'est-à-dire des sociétés dont le prix de l'action est inférieur à sa valeur intrinsèque.

**VIX** : indice de volatilité implicite de l'indice S&P 500. Il mesure les anticipations des opérateurs sur la volatilité à 30 jours sur la base des options contractées sur l'indice.

**Wedge (terme anglais se traduisant par « biseau »)** : en analyse technique, on parle de biseau lorsque deux droites de tendance tracées en dessous et au-dessus d'un cours convergent l'une vers l'autre, en pointe.

**WTI (West Texas Intermediate)** : à l'image du Brent, le WTI constitue une référence du pétrole brut. Le WTI est produit en Amérique et est un mélange de plusieurs pétroles bruts doux.

## DISCLAIMER

Ce document intitulé « Global Outlook » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Brochure n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil d'investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller en investissement et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

CA Indosuez Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTVM, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA et CA Indosuez Wealth (Miami), leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Brochure, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émetteur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Brochure, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Certains investissements, produits et services, y compris la garde des titres, peuvent être soumis à des restrictions légales et réglementaires ou ne pas être disponibles dans le monde entier sans restriction, compte tenu de la législation de votre pays d'origine, de votre pays de résidence ou de tout autre pays avec lequel vous pourriez avoir des liens. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis et du Canada. Ces produits ou services peuvent être fournis par les Entités selon leurs prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve de leur licence. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

Veuillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Brochure à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- en France : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- au Luxembourg : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiaire du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- en Espagne : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la

Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- en Belgique : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- en Italie : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., dont le siège est situé Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques tenu par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, au code fiscal et au Registre des sociétés commerciales de Milan, respectivement sous le numéro d'identification à la TVA 09535880158 et le numéro R.E.A. MI-1301064 ;
- au sein de l'Union européenne : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- à Monaco : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341 ;
- en Suisse : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- dans la RAS de Hong Kong : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- à Singapour : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. A Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- à Dubaï : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Abu Dhabi : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Miami : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres susceptibles d'être mentionnés dans la Brochure peut ne pas avoir été soumise à enregistrement conformément à la Loi sur les titres de 1933. Certains titres peuvent ne pas être librement transférables aux États-Unis d'Amérique ;
- au Brésil : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée auprès de la CNPJ/MF sous le numéro 01.638.542/0001-57 ;
- en Uruguay : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été revus ou approuvés par ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

La Brochure ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achévé de rédiger le 30.11.2020.