

GLOBAL OUTLOOK 2020

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – S1 2020

DOCUMENT MARKETING

MARCHÉS ÉMERGENTS : UNE HISTOIRE SÉCULAIRE



FOCUS

ESSOR DE LA CLASSE MOYENNE

MARCHÉS

“BULLISH” SUR LA CHINE

SOMMAIRE

3 ÉDITORIAL

RECONSIDÉRER L'OPPORTUNITÉ DES MARCHÉS ÉMERGENTS

5 FOCUS

5 COMMERCE, PROTECTIONNISME ET MARCHÉS ÉMERGENTS
7 ESSOR DE LA CLASSE MOYENNE
9 TRANSFERT DU LEADERSHIP TECHNOLOGIQUE VERS L'ASIE
11 CROISSANCE POTENTIELLE ET DÉFIS DÉMOGRAPHIQUES

15 PERSPECTIVES RÉGIONALES

15 CHINE : AU-DELÀ DE LA GUERRE COMMERCIALE
17 INDE : POLITIQUE, CROISSANCE ET RÉFORMES STRUCTURELLES
18 BRÉSIL : RÉFORMES ET REPRISE
19 MOYEN-ORIENT : ENTRE RÉSILIENCE ET INCERTITUDES
20 RUSSIE : AU-DELÀ DES SANCTIONS

23 NOS CONVICTIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

23 PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES MONDIALES
27 ATTRACTIVITÉ DES DETTES ÉMERGENTES
32 CROISSANCE DES BÉNÉFICES ET VALORISATIONS EN ASIE
34 PRUDENCE SUR LES DEVICES ÉMERGENTES
36 SYNTHÈSE DE NOS VUES

39 TABLEAUX DE PERFORMANCES

40 NOS SPÉCIALISTES INTERNATIONAUX

41 PRÉSENCE INTERNATIONALE

42 GLOSSAIRE



VINCENT MANUEL
Global Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

RECONSIDÉRER L'OPPORTUNITÉ DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés émergents (ME) sont un thème d'investissement de longue date du domaine qui, de toute évidence, est antérieur au concept des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), devenu populaire en 2003. La paradigme séculaire de la convergence des pays émergents vers le niveau de productivité et le revenu par habitant des marchés matures il y a une quinzaine d'années, quand le rôle de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement et de fabrication mondiales a gagné en importance.

Ensuite, elle a connu un regain de popularité après la crise de 2008-2009 quand la vigueur des marchés émergents contrastait fortement avec la crise de la zone euro en 2011. L'histoire a alors changé de nature : la Chine est devenue synonyme de la plus grande classe moyenne du monde et d'un écosystème extrêmement innovant, et n'était plus simplement considérée comme l'usine du monde bénéficiant de coûts plus compétitifs. L'année 2012 a été symbolique : la crise grecque a atteint son apogée et la contribution des marchés émergents au PIB mondial a pour la première fois dépassé 50 %.

Depuis 2014, cependant, cette tendance séculaire a été mise à mal par plusieurs facteurs, allant des excès du système bancaire parallèle (*shadow banking*) et de l'endettement des entreprises chinoises, aux conséquences négatives des hausses de taux américaines de 2018 pour les marchés émergents et aux mesures protectionnistes mises en place par Donald Trump.

Parmi les arguments structurels en faveur des marchés émergents, lequel ou lesquels sont-ils toujours valables aujourd'hui ? La promesse d'une forte croissance est-elle toujours d'actualité pour 2020 ? Quelles difficultés potentielles en termes de *policy-mix*, de cadence des réformes ou de stratégie industrielle pourraient porter atteinte au potentiel de leadership de ces pays ?

En amont des élections américaines, il nous semble judicieux de reconsidérer le concept des marchés émergents, qui fait partie intégrante de nos convictions structurelles depuis longtemps.

- L'inversion de la politique monétaire américaine en faveur de nouvelles mesures accommodantes devrait constituer un catalyseur positif pour les marchés émergents.
- Tout affaiblissement du dollar US pourrait entraîner un afflux de liquidités dans des devises des pays émergents qui offrent un rendement supérieur et traitent à taux de change attractif.
- La possibilité d'une résolution de la guerre commerciale sino-américaine pourrait constituer un catalyseur de poids pour les flux financiers dans les marchés émergents et faire disparaître l'une des causes du ralentissement économique mondial.
- Si l'on considère la situation à partir de 2020, les programmes de politique étrangère des différents candidats démocrates à la course pour la Maison-Blanche suggèrent que cette élection pourrait constituer un tournant dans les relations entre les États-Unis et la Chine, même si nous doutons que les États-Unis reviennent à une vision parfois très ouverte et naïve de la mondialisation et de la relation avec la Chine.

Il nous paraît essentiel de prendre un peu de recul vis-à-vis de l'actualité et de considérer d'un œil nouveau les fondamentaux des marchés émergents, notamment en examinant à la loupe les particularismes de plusieurs pays clés. On perçoit alors une grande hétérogénéité parmi les pays concernés, ce qui rend nécessaire l'adaptation des différentes stratégies d'investissement à chaque environnement. Cela reflète aussi les tendances séculaires puissantes qui sous-tendent la croissance des émergents.

Nous vous souhaitons une bonne lecture ainsi qu'une excellente année 2020 !



Océan Indien

FOCUS

COMMERCE, PROTECTIONNISME ET MARCHÉS ÉMERGENTS

Rares sont les freins à l'expansion mondiale du cycle économique dont la menace est aussi immédiate que le protectionnisme. La croissance du commerce mondial a commencé à reculer en janvier 2018, bien avant la mise en place des mesures protectionnistes. Le seul fait d'évoquer la mise en place de barrières douanières a suffi à ralentir le commerce mondial.

Le Graphique 1 indique le rapport entre le volume des échanges commerciaux et le produit intérieur brut (PIB). Quand la croissance des échanges commerciaux descend sous la moyenne, la croissance du PIB mondial a tendance à faire de même. Au cours du quatrième trimestre 2001, les échanges commerciaux se sont contractés de 6,5 % en glissement annuel (GA), alors que le PIB mondial ralentissait à 1,3 %, évitant la récession.

En janvier 2009, les échanges commerciaux ont reculé de 19 % alors que le PIB mondial chutait de 2,4 % GA au cours du premier trimestre de cette même année. La croissance des échanges commerciaux a chuté de 1,2 % GA en août 2019, et la croissance du PIB mondial est passée en dessous de son niveau moyen pour la première fois depuis 1993, une situation qui rappelait davantage celle de 2001 que 2009. Tant que les mesures protectionnistes ne sont pas renforcées significativement au-delà de ce qui a été déjà mis en œuvre, il est peu probable qu'elles suffisent à déclencher une récession.

Alors que le protectionnisme représente probablement la menace actuelle la plus importante pour le cycle économique mondial, la bonne nouvelle est que l'augmentation des barrières douanières part d'un niveau historiquement bas. Aux États-Unis, le niveau des barrières douanières moyennes avait chuté en deçà de 2 %¹. En septembre 2018, elles étaient passées à environ 3 %.

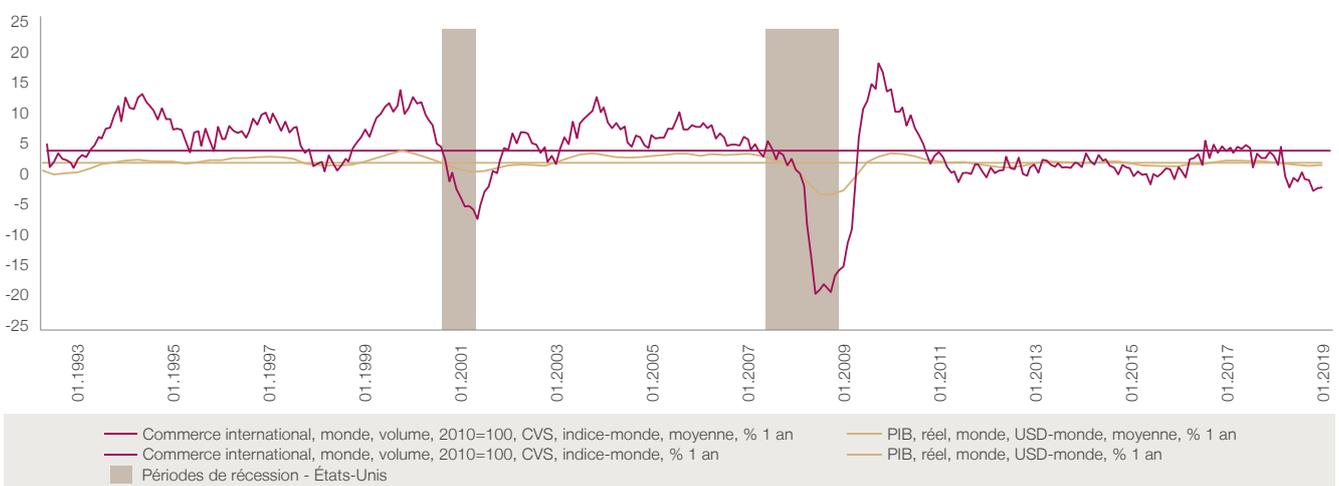
En prenant en compte l'ensemble des barrières douanières actuellement discutées, la moyenne pourrait bien atteindre 7 % environ.

Alors qu'il s'agit du scénario le plus pessimiste, ce niveau s'avère modeste si on le compare avec les quelque 14 % de barrières moyennes qui sévissaient dans les années 1940, sans parler des 40 % observés dans les années 1930. En outre, la part des importations touchées par les nouvelles barrières douanières reste relativement modeste. Aux États-Unis, elle avoisine 13 %, en Chine, 7 % et ailleurs, est inférieure à 3 %. C'est entre autres pour ces raisons que nous ne prévoyons pas de récession à ce stade.

Il est également essentiel de prendre conscience du fait que si le monde entier devient plus protectionniste, malgré tout des mesures en faveur d'une libéralisation des échanges sont prises. L'Organisation mondiale du commerce (OMC) surveille les actions prises par ses membres, que ce soit en faveur ou contre le libre-échange. D'octobre 2018 à mai 2019, 20 mesures protectionnistes ont été mises en place, contre 29 actions de libéralisation des échanges. Dans la mesure où les actions protectionnistes sont 3,5 fois supérieures à la moyenne observée depuis 2012, l'équilibre pourrait finir par basculer ; mais pour l'instant, c'est encore le libre-échange qui l'emporte.

En 2019, 302 accords commerciaux régionaux ont été conclus. Le partenariat Trans-Pacifique a vu le jour, sans les États-Unis. L'Union européenne a conclu des accords avec le Mercosur, le Japon et le Canada. L'Afrique a établi une zone de libre-échange entre 22 pays, la plus grande de ce type depuis la création de l'OMC en 1994. Ces accords sont autant de développements positifs.

GRAPHIQUE 1 : VOLUME DU COMMERCE MONDIAL ET PIB MONDIAL, % GA ET MOYENNE % GA DEPUIS 1993



Sources : Factset, Indosuez Wealth Management.

1 - *Traders' Dilemma*, Banque mondiale, document de travail de recherche sur les politiques 8640, novembre 2018.



Île de Sentosa, Singapour

EFFETS DES BARRIÈRES DOUANIÈRES

Maintenant que nous avons replacé le protectionnisme actuel dans son contexte, penchons nous sur les effets des barrières douanières. L'effet direct est l'augmentation des prix des importations induit par la hausse ou de l'introduction de barrières douanières, ce qui nuit aux marges bénéficiaires des entreprises et/ou aux consommateurs. Les effets indirects sont que les entreprises touchées par les barrières douanières risquent de vendre moins de produits, et donc d'acheter moins de biens intermédiaires, etc., et ce dans toutes les chaînes d'approvisionnement locales et internationales, grévant le commerce mondial.

Les barrières douanières peuvent également entraîner une réorientation des échanges, par exemple, le remplacement d'un fournisseur touché par les barrières douanières par un autre qui en est exonéré. Dans la mesure où ce type de substitution est possible, il peut profiter à des entreprises et à des pays qui ne sont pas directement concernés par le conflit commercial. Dans le cas contraire, la balance des comptes courants des pays importateurs risque de se creuser, sauf si la sensibilité de la demande domestique aux hausses de prix est telle que la baisse des importations compense l'augmentation des barrières douanières.

Les analyses de l'impact des restrictions commerciales sur le PIB sont fortement conditionnées par les hypothèses concernant la substituabilité des échanges et la sensibilité de la demande aux prix. De plus, ces hypothèses sont généralement statiques alors qu'en réalité, ces relations sont dynamiques et évoluent au fil du temps. Toutes nos conclusions sont indicatives et ne doivent pas être considérées comme des certitudes. Comme dirait Barbossa dans *Pirates des Caraïbes*, « ce sont plus des indications que de vraies règles ».

LA CHINE, PRINCIPALE CONCERNÉE

Néanmoins, sur la base d'une telle analyse statique², la Chine est le pays le plus lourdement touché par les barrières douanières, actuelles et potentielles, qui risquent de lui faire perdre entre 0,5 et 1,0 point de pourcentage de PIB sur les deux à trois prochaines années. Par rapport à la Chine, l'impact sur le PIB américain devrait être inférieur de moitié, voire moins (quelque 0,2 point de pourcentage) si l'on prend en compte la réorientation des échanges. Les pays émergents du reste de l'Asie pourraient bel et bien en profiter avec une hausse de près de 0,2 point de pourcentage, alors que le PIB mondial pourrait accuser une baisse d'environ 0,2 point de pourcentage.

Le secteur le plus durement touché est l'industrie électronique chinoise, où la diminution de la production pourrait atteindre 0,15 % du PIB. La Corée du Sud n'est pas affectée par les barrières douanières américaines sur l'acier et devrait même en tirer parti. Le reste de l'Asie pourrait gagner des marchés au détriment de la Chine dans le commerce du textile, l'agriculture, le commerce de gros et l'électronique.

Si les mesures protectionnistes s'étendent à l'automobile, l'Europe et le Japon seront les plus concernés. L'Amérique latine pourrait profiter de la réorientation des échanges commerciaux pour ce qui concerne le soja, au détriment toutefois d'autres cultures. La plupart des pays émergents pourraient enregistrer une hausse de la production de fer, d'acier et de soja.

GAINS DE PROSPÉRITÉ

L'impact sur les balances courantes devrait se traduire par des excédents légèrement inférieurs en Chine, et un déficit un peu plus élevé en Inde et aux États-Unis. Le Mexique et le Canada sont particulièrement vulnérables à la ratification de l'AEUMC, l'accord conclu entre les États-Unis, le Mexique et le Canada en remplacement de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). Dans l'ensemble, les marchés émergents devraient, dans la pratique, voir leur prospérité augmenter, compte tenu de la hausse de la demande de leurs produits de la part des États-Unis et de la Chine, sous réserve que le protectionnisme n'accroisse pas la décélération du cycle économique mondial.

ESSOR DE LA CLASSE MOYENNE

Selon les projections démographiques, la population mondiale devrait augmenter de deux milliards d'habitants d'ici à 2050. Parmi eux, plus d'un milliard de personnes pourraient rejoindre la classe moyenne mondiale, accédant ainsi aux biens de consommation, aux services financiers, à l'habitat urbain, aux transports, aux télécommunications, à l'éducation et aux soins de santé, générant par la même des perspectives de croissance et des opportunités d'investissement significatives. Parallèlement, la pression sur les ressources et le climat s'en trouvera aggravée, ce qui nécessitera des investissements supplémentaires dans une production énergétique, des transports, une production agricole et une consommation plus respectueuse du climat.

PERSPECTIVES DÉMOGRAPHIQUES

Selon un rapport des Nations Unies, la population mondiale pourrait approcher 10 milliards d'individus d'ici à 2050. Si ce chiffre suscite généralement une inquiétude immédiate quant à la surpopulation dans les pays à faibles niveaux de revenus, ainsi qu'en ce qui concerne la pression sur les ressources naturelles et les tendances migratoires, il devrait également être synonyme de gonflement de la classe moyenne à travers le monde. Rien qu'au cours de la prochaine décennie, la classe moyenne devrait passer de 3,2 milliards à 4,9 milliards d'individus dans le monde, selon les prévisions de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

La plupart de cette croissance aura lieu en Asie, puisque le continent enregistrera 85 % de l'expansion prévue de la classe moyenne. Dans une dizaine d'années, l'Asie représentera 66 % de la classe moyenne totale de la planète, contre moins de 30 % il y a dix ans. Au sein de cette nouvelle classe moyenne asiatique, on considère que 40 % à 45 % de cette croissance proviendront de l'Inde, 35 % à 40 % de la Chine et 15-20 % du reste de l'Asie (Graphique 2).

Deux économistes, Wolfgang Stolper et Paul Samuelson ont prédit certaines conséquences de cette tendance avec précision il y a plusieurs dizaines d'années. En 1941, ils ont proposé un théorème revisitant le modèle ricardien relatif au commerce international et à l'avantage comparatif en y ajoutant les effets de la distribution des revenus. Dans le théorème de Stolper-Samuelson, l'ouverture des échanges commerciaux entre les marchés matures et émergents n'engendre pas seulement une spécialisation à l'échelle internationale, comme prévu par David Ricardo, elle aggrave également les inégalités dans les économies matures, tandis que les pays à faibles niveaux de revenus voient l'émergence d'une classe moyenne.

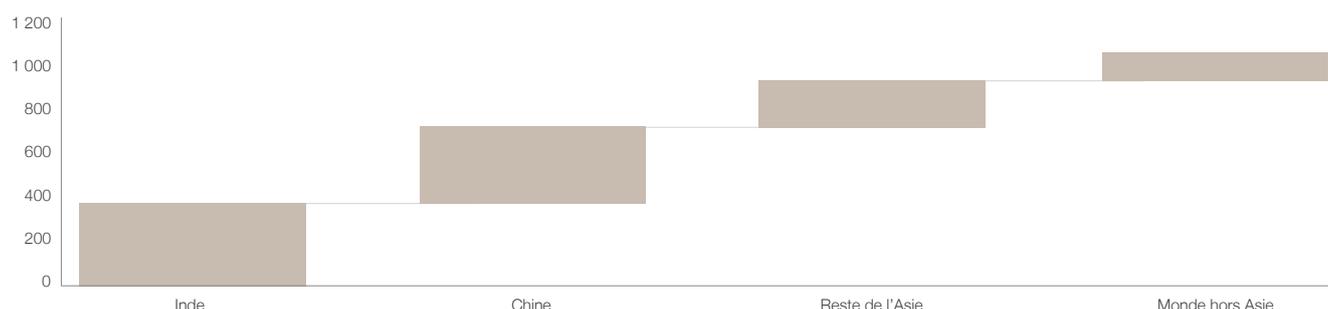
Le côté visionnaire de cette théorie est frappant compte tenu des conséquences de la mondialisation sur la dispersion des revenus rien qu'au cours des vingt dernières années.

IMPACT MACROÉCONOMIQUE ET OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

Cette transformation apporte un changement radical à la perception qu'ont les investisseurs du thème des marchés émergents.

Premièrement, d'un point de vue macroéconomique, cela signifie que les marchés émergents disposeront d'un marché domestique important pour satisfaire leurs consommateurs et deviendront moins dépendants des marchés développés, à la fois en ce qui concerne les échanges internationaux et les capitaux/le financement. En soi, cette tendance signifie que la part du commerce international dans le PIB mondial pourrait reculer, sans tenir compte des tensions croissantes concernant le commerce et les droits de douane. Cela signifie également que les pays émergents pourront se reposer sur une assiette fiscale plus large, ce qui, à son tour, devrait améliorer la soutenabilité de leur dette et leur capacité de financement au niveau des infrastructures et des services publics.

GRAPHIQUE 2 : CROISSANCE PRÉVUE DE LA CLASSE MOYENNE MONDIALE 2017-2030, MILLIONS DE PERSONNES



Sources : Brookings Institute, Indosuez Wealth Management.

Deuxièmement, du point de vue de l'investissement, 1,7 milliard de personnes supplémentaires vont souhaiter adopter un mode de vie urbain fondé sur la consommation, ce qui, dans la foulée, engendrera des opportunités de croissance significatives dans l'industrie et les services. Cette population ne se contentera pas de chercher à consommer des biens et des services courants, mais souhaitera également obtenir des services financiers, et en particulier des prêts hypothécaires. Cette classe moyenne en plein essor contribuera également à financer la croissance domestique par le biais de son épargne, ce qui devrait également stimuler le développement des marchés financiers domestiques, y compris en ce qui concerne les retraites. Par ailleurs, le changement de valeurs de la classe moyenne dans les économies rattrapant les pays occidentaux en termes de revenu par habitant contribuera à relever le niveau des besoins fondamentaux, comme l'éducation et la santé, ce qui devrait leur offrir de meilleures perspectives de croissance.

Selon nous, les secteurs et domaines suivants sont ceux qui profiteront le plus de la situation :

- Les biens de consommation et les grandes marques.
- Les services aux consommateurs : tourisme, banques, assurances, services à domicile, télécommunications, e-commerce.
- Besoins fondamentaux : logement, transport, éducation, santé, dépendance.
- *Smart city*/vie urbaine : eau, électricité, gestion des déchets, traitement de l'air.

En Asie, la masse de revenus associée à cette classe moyenne additionnelle de 1,5 milliard d'individus correspond à des dépenses supplémentaires de 18 500 milliards d'USD, d'après le Graphique 3 (selon la définition, la classe moyenne dépense au moins 12 000 USD par personne). Cette hausse constitue un facteur de stabilisation pour ces économies, qui réduiront ainsi leur dépendance aux flux internationaux et au commerce international.

Cette opportunité est susceptible d'être saisie tant par les acteurs domestiques que par les grandes entreprises internationales qui disposent de la marque, de la présence globale, de l'avantage comparatif et de la flexibilité nécessaires pour répondre à ces besoins.

Du point de vue sociopolitique, les effets sont loin d'être négligeables.

IMPLICATIONS SOCIALES ET DÉFIS

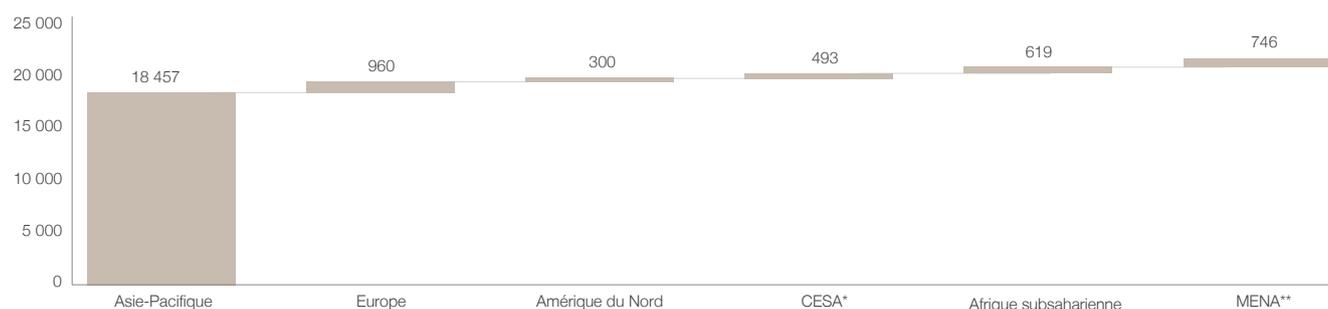
D'une part, la classe moyenne en plein essor peut être perçue comme un facteur de stabilité sociopolitique, comme c'est déjà le cas dans les pays où cette expansion s'est produite dans les années 1960. De l'autre, une classe moyenne bien éduquée est davantage susceptible d'être critique vis-à-vis des institutions, de la gouvernance politique et des services publics de son pays. L'utilisation des technologies et des réseaux sociaux peut provoquer des troubles sociaux pressant les gouvernements de mettre en œuvre des réformes et une meilleure gouvernance. Le risque est que cette classe moyenne perde l'espoir d'assurer un avenir meilleur pour la génération suivante si le coût de la vie (éducation, immobilier, santé) augmente plus vite que ses revenus.

D'autre part, cette tendance posera d'autres problèmes. En effet, la pression sur le climat et les ressources naturelles va être considérable. Les projections montrent que les pays présentant la plus forte augmentation de la classe moyenne connaissent souvent un bond simultané de leurs émissions de carbone, tels que l'Inde, le Pakistan ou le Nigeria. Selon une étude citée par le Brookings Institute, les ménages de la classe moyenne ont généralement une empreinte carbone supérieure de 50 % à celle d'un ménage pauvre. Le lieu de vie de la population va jouer un rôle de premier plan, les populations urbaines ayant une empreinte carbone inférieure à celle des populations rurales.

Le paradoxe est que cette tendance devrait augmenter la pression exercée par ces populations sur les gouvernements pour freiner le réchauffement climatique. Des investissements supplémentaires devront être réalisés dans les énergies propres, l'habitat neutre en carbone, les transports en commun, la distribution de l'eau et l'assainissement, la gestion des déchets et les infrastructures de recyclage.

Ignorer cette tendance séculaire signifie en même temps donner une représentation erronée des moteurs économiques des pays émergents, et passer à côté d'une opportunité de taille tout en ignorant un défi majeur pour l'avenir de notre planète.

GRAPHIQUE 3 : DÉPENSES SUPPLÉMENTAIRES DE LA CLASSE MOYENNE 2017-2022, MILLIARDS USD



* Europe centrale, orientale et du Sud-Est et Asie centrale

** Moyen-Orient et Afrique du Nord

Sources : Brookings Institute, Indosuez Wealth Management.

TRANSFERT DU LEADERSHIP TECHNOLOGIQUE VERS L'ASIE

La guerre commerciale qui a opposé les États-Unis et la Chine au cours des 12 derniers mois a montré l'influence croissante de la Chine sur le commerce mondial. Au-delà des hausses des taxes entre les deux pays, c'est une guerre tout à fait essentielle qui a lieu, celle du leadership technologique mondial.

Le leadership technologique est important, car il va définir non seulement qui sera la locomotive de l'économie mondiale de demain, mais aussi qui va transformer l'ordre géopolitique compte tenu de l'importance de la technologie dans des domaines tels que la sécurité nationale et la défense.

Il y a un peu plus de dix ans, seuls quelques pays asiatiques, en l'occurrence Taïwan et la Corée du Sud, pouvaient rivaliser en termes de technologie avec les pays occidentaux, certaines de leurs entreprises ayant réussi le passage d'un rôle de simple chaîne de fabrication au statut d'acteurs innovants et de leaders mondiaux dans leur cœur de métier respectif.

MONDE NUMÉRIQUE

La dernière décennie a vu l'émergence d'une deuxième phase caractérisée par un déplacement progressif de l'innovation technologique des États-Unis et du Japon vers l'Empire du Milieu, avec la naissance de géants technologiques en Chine continentale. Alors que les entreprises chinoises étaient fréquemment taxées d'imitatrices étant donnée leur capacité à copier des produits occidentaux à un prix inférieur, elles se situent désormais à l'avant-garde de l'innovation dans de nombreux domaines. Plusieurs start-up chinoises sont devenues des acteurs internationaux majeurs dans la technologie, des téléphones mobiles à l'e-commerce, des réseaux sociaux aux industries émergentes telles que la technologie financière.

Le groupe Alibaba, par exemple, dispose de 860 millions d'utilisateurs actifs dans le monde, dont 730 millions rien qu'en Chine. WeChat, l'application de messagerie de Tencent Holding, compte 1,1 milliard d'utilisateurs. Selon Forbes, quatre des sept principaux prestataires de services et vendeurs en ligne en termes de chiffres d'affaires en 2019 ont indiqué une croissance à deux chiffres de leurs ventes (Tableau 1).

TABLEAU 1 : PRINCIPAUX ACTEURS INTERNET AU NIVEAU MONDIAL

Société	Chiffre d'affaires (en millions USD)	Variation en pourcentage du chiffre d'affaires	Pays
Amazon.com	232 887 USD	30,90 %	États-Unis
Alphabet	136 819 USD	23,40 %	États-Unis
JD.com	69 847 USD	29,40 %	Chine
Alibaba Group Holding	56 147 USD	48,70 %	Chine
Facebook	55 838 USD	37,40 %	États-Unis
Tencent Holding	47 272 USD	34,40 %	Chine
Xiaomi	26 443 USD	55,90 %	Chine

Sources : Forbes, Indosuez Wealth Management.

Dans certains domaines spécifiques, les entreprises chinoises devançant leurs homologues occidentales, et de loin. La plateforme de messagerie intégrée sur WeChat permet à Tencent de combiner publicité numérique, jeux et paiements.

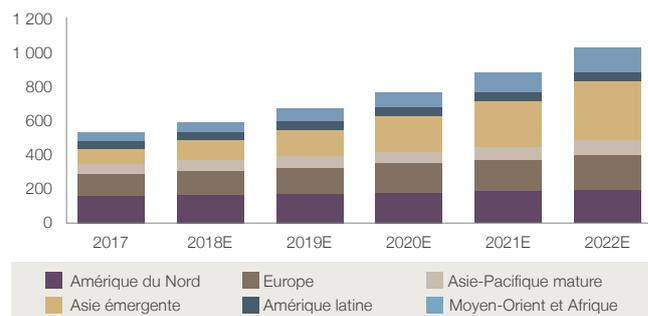
L'énorme avancée technologique du géant chinois n'est pas sans risque. Par exemple, les États-Unis ont interdit à leurs opérateurs télécoms d'utiliser la technologie 5G de Huawei pour des raisons de sécurité, redoutant l'influence potentielle que le gouvernement chinois pourrait exercer sur cette entreprise pour qu'elle lui donne l'accès aux communications américaines, ce qui représente un risque de sécurité nationale pour les États-Unis. Compte tenu de l'absence de rivaux dignes de ce nom dans la technologie 5G, à l'exception, dans une certaine mesure, de Samsung, de Nokia et d'Ericsson, les États-Unis ont échoué jusqu'à présent à exercer une pression sur leurs alliés. Seuls l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande ont interdit à Huawei de fournir la 5G dans leur pays, alors que la plupart des pays européens lui en ont donné l'autorisation.

COMMENT EST-ON ARRIVÉ À CE TRANSFERT TECHNOLOGIQUE ?

Premièrement, la Chine a un avantage comparatif dû au fait qu'elle dispose d'un marché domestique très vaste et relativement protégé et d'une population supérieure à 1,4 milliard de personnes. Elle connaît une transition démographique avec une classe moyenne jeune en plein essor dont les habitudes de consommation sont différentes de celles de leurs parents. Cette jeune génération a rapidement adopté les nouvelles technologies, et en particulier le téléphone mobile afin de communiquer, de jouer et d'exécuter des paiements en ligne et hors ligne.

La progression des paiements numériques en Asie est spectaculaire. Le nombre de transactions non monétaires (Graphique 4) devrait augmenter beaucoup plus rapidement dans les pays émergents d'Asie, soit à un taux de croissance annuel composé d'environ 29 % (TCAC) au cours des prochaines années, et ainsi bientôt dépasser les États-Unis ou l'Europe, où cette croissance ne devrait atteindre que 5 %, selon Capgemini.

GRAPHIQUE 4 : NOMBRE DE TRANSACTIONS NON MONÉTAIRES DANS LE MONDE, MILLIARDS, 2017-2022 E*



Sources : Capgemini, Indosuez Wealth Management.
* estimations

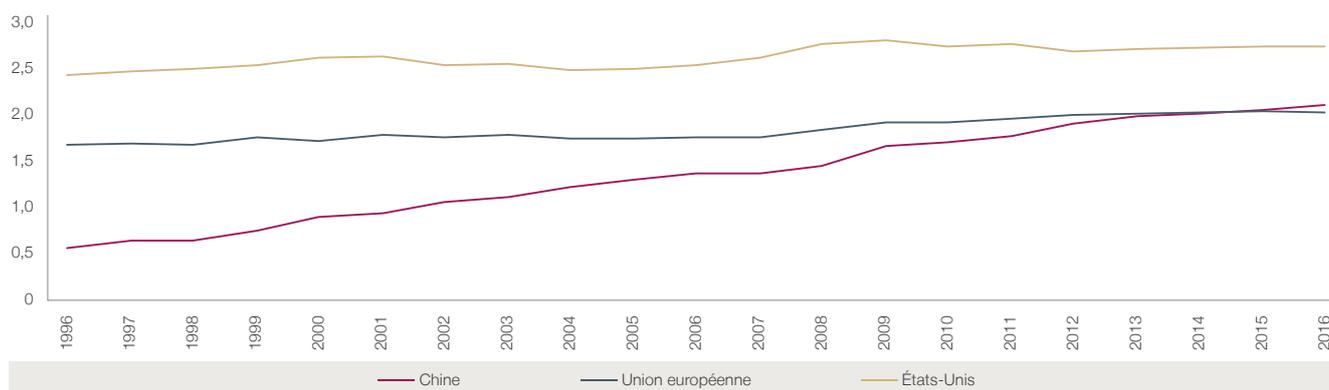
Deuxièmement, la Chine a investi massivement, ce qui a permis à son économie de passer de mastodonte uniquement axé sur la fabrication à leader de l'industrie tertiaire. En effet, les services représentent désormais la majeure partie du PIB chinois. En 2018, les secteurs primaire, secondaire et tertiaire représentaient respectivement 7 %, 41 % et 52 % du PIB. Le gouvernement chinois ambitionne de créer un « développement axé sur l'innovation », un objectif notamment détaillé dans son plan stratégique « Made in China 2025 », qui se concentre sur les secteurs majeurs que sont la robotique, les technologies informatiques avancées, l'aviation et les véhicules fonctionnant aux énergies nouvelles. Ce plan, et le fort engagement en général des autorités chinoises pour atteindre le leadership dans des secteurs à forte valeur ajoutée, a suscité des critiques dans d'autres pays craignant des transferts de technologies forcés.

Pour atteindre cet objectif, la Chine s'est fixé un objectif national de recherche et développement (R&D) représentant 2,4 % du PIB, un pourcentage identique à la moyenne de l'OCDE. Selon les données de la Banque mondiale, la Chine a dépassé l'Union européenne en 2016, avec des dépenses de R&D égales à du 2,1 % du PIB, contre 2,0 % en Europe, réduisant l'écart avec les États-Unis, en tête avec 2,7 % du PIB (Graphique 5).

Le ratio des dépenses de R&D par rapport aux ventes de l'indice CSI 300 (Graphique 6), un indice composé de 300 actions A cotées aux Bourses de Shanghai ou de Shenzhen, a également progressé, passant de 0,5 % en 2009 à 2,2 % en 2018. Il s'approche désormais de ce même ratio calculé pour l'indice S&P 500, qui s'établit à 3,3 %. Ce qui est intéressant, c'est que cette hausse ne provient pas d'une plus forte pondération du secteur technologique, mais plutôt d'une progression des dépenses dans le secteur informatique. Au cours des dix dernières années, ce ratio est passé de 0,7 % à 8 % dans les entreprises de ce secteur, approchant rapidement celui des entreprises technologiques américaines (9,2 % pour l'indice S&P 500 Information Technology).

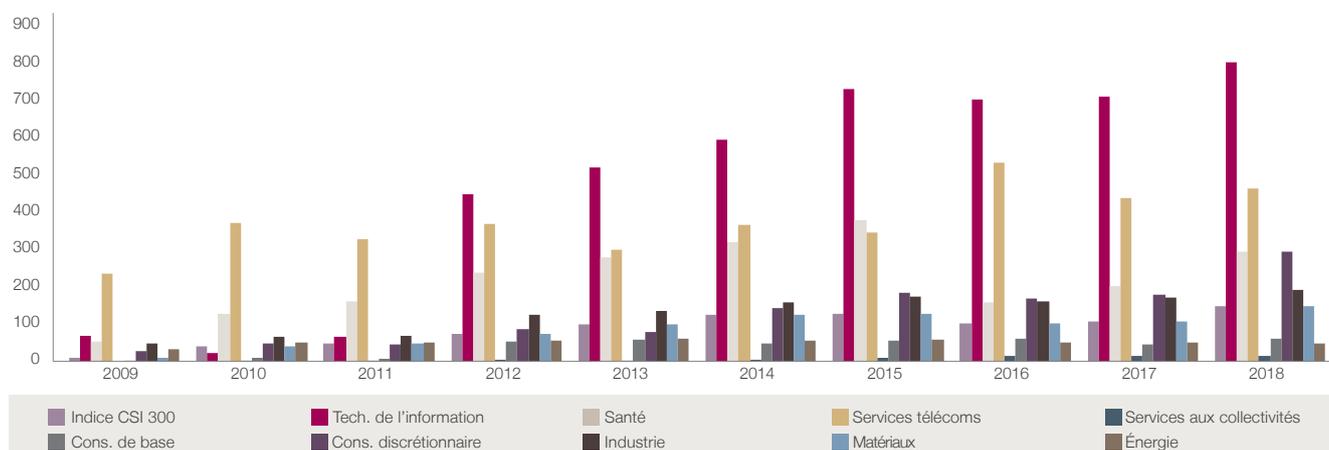
Étant donné l'importance de la technologie, la course au leadership dans ce domaine va bien au-delà de la simple domination économique, elle conduit à refaçonner la géopolitique mondiale. Sans même tenir compte du retard européen, même les États-Unis risquent de céder leur première place à la Chine dans le domaine des technologies. Ne qualifiez pas l'Asie d'émergente : il s'agit d'un marché en expansion qui est sur la voie de devenir le leader technologique mondial.

GRAPHIQUE 5 : DÉPENSES EN RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT, % DU PIB



Sources : Banque mondiale, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 6 : DÉPENSES DE RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT, % DU C.A., INDICE CSI 300



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

CROISSANCE POTENTIELLE ET DÉFIS DÉMOGRAPHIQUES

La population mondiale devrait atteindre 9 milliards d'individus d'ici à 2040³. Bien que ce chiffre soit considérable, la croissance de la population a tendance à reculer à travers le monde. En revanche, les tendances démographiques mondiales masquent des différences importantes entre les pays.

Les pays matures sont principalement inquiets de la baisse de la croissance de leur population (Graphique 7), alors que certains marchés émergents continuent d'enregistrer une forte croissance démographique, notamment en Afrique et au Moyen-Orient. Se pose la question fondamentale de savoir quel impact ces tendances différentes peuvent avoir sur la croissance du PIB.

POPULATION ACTIVE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Indépendamment des taux de fécondité actuels, les personnes nées aujourd'hui n'entreront pas dans la vie active avant l'âge de 20 ans⁴. Ainsi, à l'heure actuelle, il n'est pas possible de déterminer si les dividendes démographiques (ou, en d'autres termes, le PIB supplémentaire par habitant) réalisés pendant la période allant de 1950 à 2010 pourront être reproduits. Au contraire, compte tenu de la baisse relative continue de la population active entre aujourd'hui et 2050, toutes choses étant égales par ailleurs, on peut s'attendre à une trajectoire de croissance inférieure au niveau passé.

La taille de la population active est également influencée par son vieillissement. Si ce dernier est dû au rallongement de l'espérance de vie, il suffit de repousser l'âge de la retraite et donc de prolonger la durée de la vie active pour prévenir une diminution trop importante du taux de dépendance (le rapport de la population active à la population totale). En revanche, si le vieillissement de la population est le résultat d'un taux de natalité bas, la population active diminue, et ses effectifs moins nombreux ne pourront à eux seuls subvenir aux besoins de l'ensemble de la population.

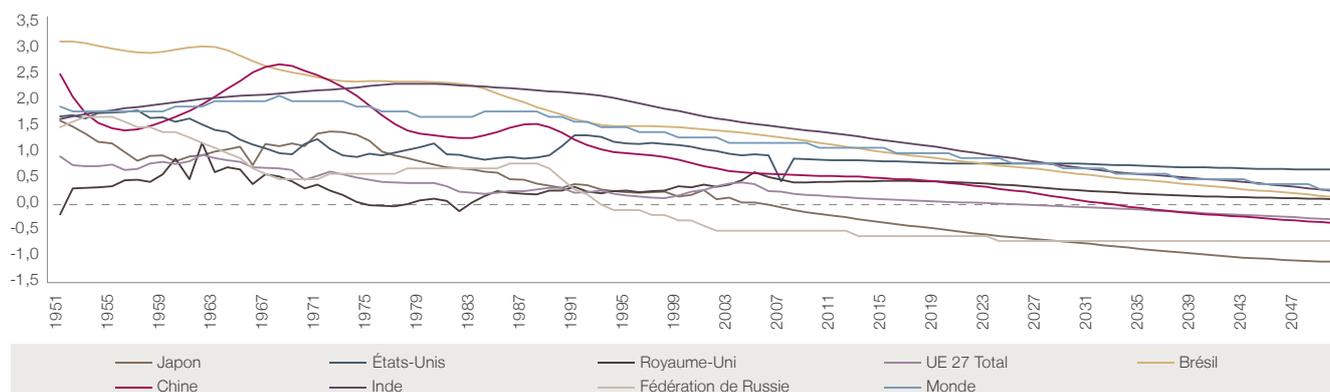
Les pays dont la population en âge de travailler diminue ne seront pas les seuls à faire face au problème de la dépendance, ceux dont la croissance démographique est élevée y seront probablement confrontés eux aussi. D'ici à 2050, on assistera à une explosion de la population des plus de 65 ans qui va encore aggraver le taux de dépendance. Par exemple, le rapport entre les personnes âgées de plus de 65 ans et celles de 15 à 64 ans était de 2,6 en 2015 au Koweït, mais sera proche de 20 dans 35 ans⁵.

Cela dit, ces dernières années, la contribution à la croissance économique issue de la hausse de la population a été significative dans plusieurs pays matures. Par exemple, au cours des années 2010-2015, la population a augmenté de 0,7 % par an (par rapport à une croissance annuelle moyenne du PIB de 2,3 %) aux États-Unis, de 1,2 % en Suisse (contre 1,9 % de croissance annuelle du PIB) et de 0,5 % par an en France (contre 1,1 % de croissance annuelle du PIB). L'Allemagne est un cas à part puisque la population n'a augmenté que de 0,2 % par an, alors que la croissance économique a atteint une moyenne annuelle de 1,9 %.

En ce qui concerne les pays émergents, la contribution relative de la démographie à la croissance est inférieure. En Chine, la population a progressé de 0,5 % par an sur la période 2010-2015 alors que l'économie a progressé de 8,1 % par an. En Indonésie, la croissance annuelle de la population était de 1,3 %, alors que le taux de croissance moyen annuel s'établissait à 5,7 %. Au Brésil, la population a progressé de 0,9 % par an alors que le PIB a progressé de 1,3 % par an.

Finalement, le plus important est que le ralentissement mondial de la croissance de la population, qui, dans une certaine mesure, laisse prévoir une croissance inférieure du PIB (*ceteris paribus*), est moins inquiétant pour les pays émergents, car le phénomène y est de moindre ampleur.

GRAPHIQUE 7 : TAUX DE CROISSANCE DE LA POPULATION, %



Sources : OCDE, Indosuez Wealth Management.

3 - Source : OCDE.Stat – Données historiques et projections de la population

4 - A new « New Normal » in demography and economic growth, Robert Arnott et Denis Chaves, Journal of Indexes Europe, décembre 2013.

5 - The Demographics of Frontier Economies, A Roy et al, CS Global Demographics and Pensions Research, avril 2016.



Île de Pâques, Chili

Pris au niveau d'un pays, l'immigration peut ralentir la diminution et le vieillissement de la population, alors que l'émigration provoque évidemment l'effet inverse. L'augmentation de la population en âge de travailler compte parmi les nombreux effets positifs de l'immigration identifiés par l'OCDE⁶. Compenser une possible sortie de travailleurs locaux (chercheurs d'emploi, jeunes sans travail) par l'immigration semble être facile si l'on se contente de calculer les chiffres, mais en procédant de la sorte, on fait abstraction du changement dans les relations sociales qui accompagne impérativement l'arrivée d'immigrants. Par conséquent, il n'est pas réaliste d'envisager une immigration à une échelle permettant de stabiliser le rapport de dépendance. L'émigration d'un excédent de personnes en âge de travailler peut également s'avérer problématique (bien que les retours des émigrés et de travailleurs dans leur pays puissent constituer des avantages concomitants). Même si de telles solutions étaient mises en œuvre dans un pays donné, elles ne résoudraient pas le problème des faibles taux de natalité à l'échelle mondiale.

STRUCTURE DÉMOGRAPHIQUE ET CROISSANCE POTENTIELLE

La production totale d'une économie est égale au nombre total d'heures travaillées multiplié par la production horaire. Le nombre total d'heures travaillées dépend de l'emploi total, qui dépend lui-même du taux d'emploi (rapport entre la main-d'œuvre réelle et la population en âge de travailler), de la population en âge de travailler et de la population totale. Les caractéristiques démographiques ne concernent pas uniquement la taille de chaque groupe. L'âge moyen de la population en âge de travailler, par exemple, a une incidence sur le nombre d'heures travaillées par personne, le second chiffre étant inférieur si le premier est supérieur.

En 2014, l'OCDE a réalisé une projection pour la période de 2030 à 2060 en vue de déterminer la croissance potentielle de cette période⁷. L'OCDE suppose que le progrès technologique

6 - *Is Migration good for the Economy?*, Débats sur les politiques migratoires, OCDE, mai 2014.
7 - [OECD – Growth Prospects and Fiscal Requirements over the Long Term](#)

permettra dans quelques temps à la croissance du PIB par personne de revenir au niveau observé pendant la période qui a précédé la crise de 2008, soit à environ 1,5 % par an⁸. L'effet négatif du vieillissement de la population est également censé être compensé par la baisse de l'âge de la retraite, l'amélioration de l'éducation et la hausse du nombre de femmes sur le marché du travail. Pourtant, la croissance potentielle totale est susceptible de baisser en raison du taux plus faible de croissance de la population.

Le résultat le plus remarquable de l'analyse de l'OCDE est toutefois la pondération toujours croissante des marchés émergents et de l'Asie dans l'économie à l'échelle de l'OCDE. Alors que le PIB total de la Chine et de l'Inde représentait 33 % du PIB de l'OCDE en 2010 (en parité de pouvoir d'achat), il devrait atteindre 73 % en 2060. La part de l'Asie dans sa totalité, qui atteignait 25 % du PIB mondial au début du siècle, devrait s'établir à 45 % à la même échéance⁹.

MANQUE DE RÉFORMES ?

Certaines réformes structurelles (marché de l'emploi, encouragement de l'innovation afin de stimuler la productivité, amélioration de l'efficacité de la gouvernance et autres facteurs) pourraient renforcer la croissance, en théorie.

Le manque de réformes est-il à l'origine des troubles sociaux observés au deuxième semestre 2019 dans certains pays ?

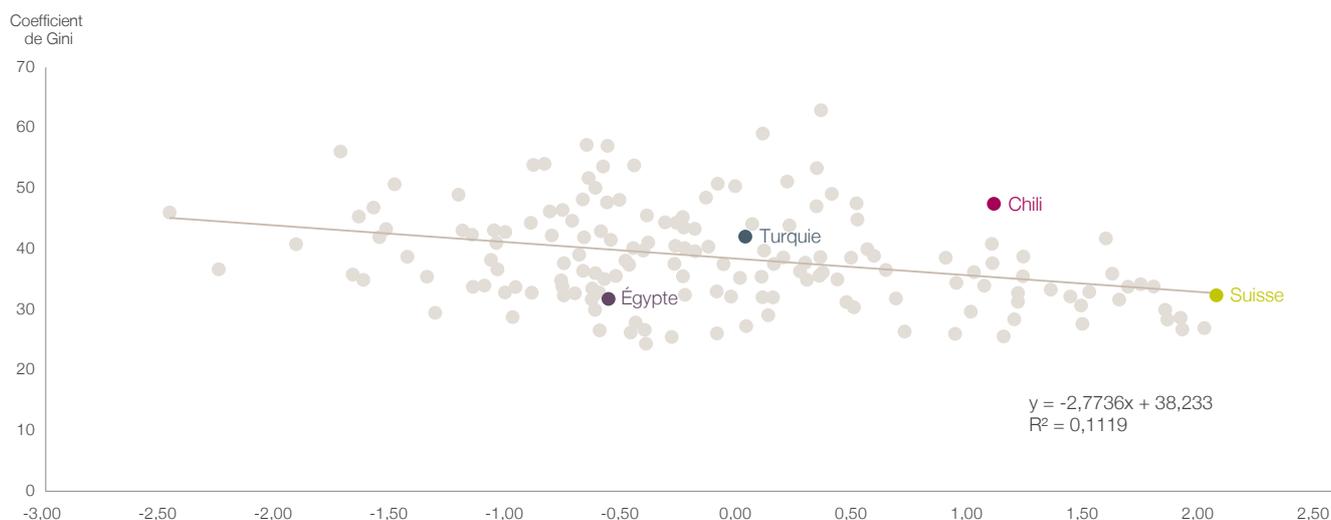
Dans le Graphique 8, nous positionnons chaque pays (163 au total) selon l'efficacité de son gouvernement et de l'inégalité de revenus au sein de la population (coefficient de Gini). La corrélation entre ces deux facteurs est faible. Le point violet représente l'Égypte, le bleu la Turquie et le vert, indique à titre de comparaison, la Suisse. Le gouvernement semble moins efficace en Égypte qu'en Turquie, mais les inégalités y apparaissent également moins importantes. Néanmoins, nous aurions pu penser que dans le quadrant en haut à gauche (gouvernement inefficace et inégalités élevées) figureraient les pays plus susceptibles de souffrir de troubles sociaux. Le fait que le Chili, représenté par un point rose, n'apparaisse pas dans ce quadrant montre que ce n'est pas toujours le cas.

CARACTÉRISTIQUES SPÉCIFIQUES DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Il n'en demeure pas moins que l'on ne peut pas appréhender le monde émergent dans sa globalité, et qu'il est nécessaire d'analyser les spécificités de chaque pays avant de tirer des conclusions définitives.

C'est également vrai en ce qui concerne la démographie et les réformes nécessaires dans ce domaine. En effet, les pays qui accusent un vieillissement rapide doivent repenser leurs systèmes de retraite. En revanche, les pays qui connaissent un nombre croissant d'étudiants et d'adultes en âge de travailler devraient porter leur attention sur les réformes du marché du travail et l'amélioration de leur système éducatif.

GRAPHIQUE 8 : INDICE D'EFFICACITÉ DU GOUVERNEMENT



Sources : Banque mondiale, Indosuez Wealth Management.

8 - La question des perspectives de croissance à long terme fait l'objet d'un débat ouvert entre économistes. Voir, par exemple, *Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds*, Robert J. Gordon, NBER, Working Paper N° 18315, août 2012; *A Great Leap Forward: 1930s Depression and US Economic Growth*, Alexander Field, Yale University Press, New Haven et Londres; *Technological Breakthroughs and Productivity Growth*, H. Edquist et M. Henrekson, IFN Working Paper N° 665, 2006; *General Purpose Technologies*, Boyan Jovanovic et Peter L. Rousseau, NBER, Working Paper N° 11093, janvier 2005; *From Shafts to Wires: Historical Perspective on Electrification*, Warren D. Devine, *Journal of Economic History* 43(2), 1983.

9 - Perspectives économiques N° 95 – Projections annuelles de l'OCDE. Dans ce cas, le monde correspond aux pays de l'OCDE plus les BRICS, l'Indonésie et l'Arabie saoudite.



Shanghai, China

PERSPECTIVES RÉGIONALES

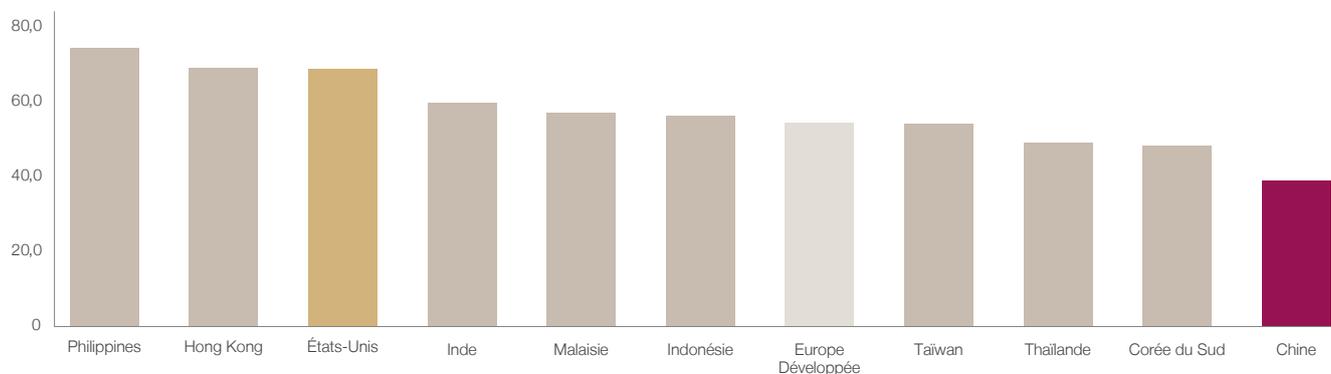
CHINE : AU-DELÀ DE LA GUERRE COMMERCIALE

La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pesant sur la croissance mondiale et perturbant les chaînes industrielles mondiales et le moral des entreprises, il est impératif de comprendre que ses enjeux fondamentaux dépassent le seul domaine du commerce. Le leadership technologique et la compétitivité croissants de la Chine en sont les raisons principales et demeurent ses principaux objectifs, comme l'énonce le programme stratégique à long terme du pays. En notre qualité d'investisseurs, nous restons focalisés sur le rééquilibrage économique structurel de la Chine et ses perspectives de croissance à long terme au-delà des risques géopolitiques à court terme. Au cours de la dernière décennie, la Chine a apporté des modifications significatives à sa structure économique, passant d'une économie orientée sur les exportations à un modèle plus équilibré (Graphiques 9 et 10). Les changements de consommation de la classe moyenne, stimulés par des écosystèmes de commerce en ligne puissants et de nouveaux entrants, vont rester le vecteur de croissance de l'Empire du Milieu pendant les dix prochaines années.

La Chine a consolidé son économie intérieure afin de stimuler les deux autres moteurs essentiels de sa croissance économique : la consommation et l'investissement.

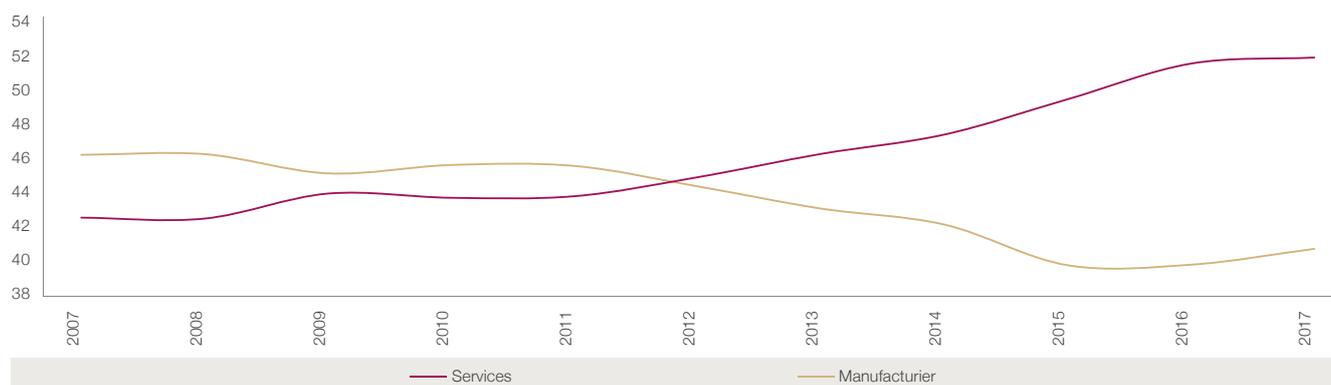
La politique fiscale a occupé le devant de la scène en 2019, notamment les réformes de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) qui faisaient partie d'un programme de réductions fiscales de 2 000 milliards de RMB¹⁰, réduisant encore l'impôt sur le revenu payé par les particuliers et les primes de sécurité sociale afin de stimuler la consommation domestique. Le ministère des Finances a annoncé une forte augmentation du quota d'emprunts d'État locaux spéciaux (de 1 350 milliards de RMB en 2018 à 2 150 milliards de RMB en 2019)¹¹ afin de soutenir des projets d'infrastructure majeurs (chemins de fer urbains, autoroutes et services aux collectivités). La Banque populaire de Chine (PBC) a renforcé l'assouplissement monétaire, principalement en réduisant le ratio des réserves obligatoires, en baissant le taux des « OMO » (Open market operation) et en facilitant les prêts à moyen terme. La réforme du taux de base des prêts constitue un tournant dans la réforme de libéralisation tant attendue des taux d'intérêt chinois.

GRAPHIQUE 9 : CONSOMMATION PRIVÉE, % DU PIB, 2018



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 10 : PIB CHINOIS PAR SECTEUR, % DU TOTAL



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

10 - Conseil d'État, ministère des Finances de la Chine.

11 - Annonce du rapport de travail du gouvernement chinois lors des « deux sessions » du 5 mars 2019.



Plantation de thé, Inde

La récente 4^e réunion plénière du 19^e Congrès national du peuple a mis l'accent sur la volonté de la Chine « d'améliorer le mécanisme de l'innovation scientifique et technologique », que nous considérons à la fois comme la meilleure attaque et la meilleure défense du pays dans les tensions bilatérales qui se prolongent avec les États-Unis. Au cours de la dernière décennie, la Chine a massivement investi dans les technologies et dans la transformation du pays, et ces efforts commencent à porter leurs fruits : la Chine possède désormais le réseau de train à grande vitesse le plus étendu de la planète (29 000 km)¹², qui représente deux tiers du réseau à grande vitesse mondial ; elle est le leader mondial des véhicules électriques, enregistrant plus de 50 % des ventes mondiales, soit trois fois environ le volume respectif des marchés européens et américains¹³. Cette situation démontre également l'engagement de la Chine pour un développement durable et respectueux de l'environnement.

La Chine a également considérablement augmenté ses investissements en R&D pour ouvrir la voie à une nouvelle vague d'innovations technologiques dans les domaines de l'intelligence artificielle (IA), des big data, de la technologie financière (FinTech), de l'informatique sur le cloud, de la conduite autonome, de la fabrication de biens haut de gamme, de l'automatisation et de la robotique, pour ne citer que quelques exemples, parallèlement au développement des talents et au respect de la réglementation. Depuis 2014, la Chine est au premier rang mondial en ce qui concerne le nombre de demandes de brevets dans le domaine de l'IA, devançant les États-Unis. L'investissement en R&D de la Chine a dépassé celui de l'UE en 2014 et rattrape celui des États-Unis¹⁴. La mise en place et la commercialisation plus rapides de la 5G en Chine vont constituer un facteur positif de taille en ce qui concerne l'Internet des objets et l'intelligence artificielle dans les différentes industries.

En ce qui concerne sa réforme sociale, la Chine accélère la réforme des soins de santé et approfondit ses remaniements des pensions de vieillesse, alors que l'innovation et la R&D deviennent les préoccupations principales de l'industrie pharmaceutique afin de parvenir à une croissance durable en réponse au vieillissement de la population.

Pour ce qui est des marchés financiers, le pays s'ouvre, et cet aspect reste un enjeu majeur du programme politique. Le lancement des programmes Bond Connect et Stock Connect facilite l'accès des investisseurs internationaux aux marchés chinois. L'inclusion des actions A chinoises à l'indice MSCI China pourrait faire progresser la part du pays dans l'indice MSCI Emerging Markets à 42 %¹⁵, à supposer que 100 % de ces actions soient ajoutées. L'inclusion des obligations chinoises dans les indices obligataires mondiaux¹⁶ sera également une première et représentera un tournant majeur, étant donné que le marché de la dette du pays pèse 13 000 milliards d'USD, au troisième rang mondial après les États-Unis et le Japon¹⁷. L'entrée de l'Empire du Milieu dans les principaux indices confirme la progression du marché émergent asiatique dans la classe d'actifs émergente, ce qui va probablement entraîner une augmentation des entrées de capitaux en Chine et dans les marchés émergents de façon plus générale.

Au-delà de la guerre commerciale et des incertitudes, la Chine dispose de moteurs de croissance à long terme puissants qui l'aideront à poser les jalons de l'innovation et de la croissance technologique au cours des prochaines décennies. Les décideurs politiques devront conserver un programme politique solide pour atteindre cet objectif à long terme.

12 - Banque mondiale, données 2019.

13 - McKinsey & Company, rapport d'août 2019.

14 - Principaux indicateurs de la science et de la technologie de l'OCDE, Organisation mondiale de la propriété intellectuelle.

15 - *China and the future of equity allocations*, Zhen Wei, MSCI, juin 2019.

16 - Les indices obligataires internationaux mentionnés sont le JP Morgan Government Bond Index - Emerging Market, le Bloomberg-Barclays Global Aggregate, l'indice World Government Bond.

17 - *A new Chapter in China Bonds market*, Bing Li, Head of China, Bloomberg, 1^{er} avril 2019.

INDE : POLITIQUE, CROISSANCE ET RÉFORMES STRUCTURELLES

Dans un environnement de faible croissance, l'Inde dépassait jusqu'à récemment la plupart des pays, enregistrant une croissance du PIB réel supérieure à 7 % par an en moyenne sur la période 2014-2018. L'Inde affichait également un bilan positif eu égard aux réformes structurelles engagées par le Premier ministre Narendra Modi. Le tableau actuel est moins convaincant, de nouvelles difficultés ayant fait surface.

La croissance du PIB a ralenti sur fond d'incertitudes réglementaires concernant les entreprises et l'environnement, les inquiétudes relatives à la santé du secteur financier renforçant encore les difficultés. En dépit d'un traitement des données discutable, les chiffres officiels n'en ont pas moins indiqué une croissance économique de tout juste 5,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2019, contre 11,4 % en 2010, un résultat inférieur à la moyenne de 7,5 % atteinte depuis 2005. La production industrielle s'est contractée de 1,4 % en glissement annuel en août et de 4,3 % supplémentaires en glissement annuel en septembre 2019, avec une baisse de 20,7 % de la production de biens d'équipement, la performance la plus médiocre du pays en 7 ans.

Les données relatives aux ventes de véhicules neufs dressent un tableau similaire, avec un recul de 23 % au deuxième trimestre 2019, la plus forte contraction depuis 2004. Tout ceci laisse penser que la croissance du PIB au deuxième semestre 2019 pourrait poursuivre sa décélération.

L'Inde doit faire face à plusieurs difficultés d'ordre politique et économique. Sur le plan économique, le pays affiche un déficit de la balance courante quasi permanent (-1,3 % du PIB en moyenne depuis 1991 et -2 % au cours du 2^e trimestre 2019, après avoir atteint -5 % en 2012). La dépendance vis-à-vis du pétrole reste un contributeur notable au déficit de la balance courante, ce qu'ont bien compris les marchés financiers : quand le prix du pétrole augmente beaucoup, comme ce fut le cas en 2017-2018, la roupie a tendance à se déprécier, et vice-versa comme en 2013-2015.

On peut aussi constater un déficit budgétaire de l'État persistant, qui s'est néanmoins rétabli puisqu'il est passé de -6 % du PIB en 2012 à -3,3 % au deuxième trimestre de 2019. Ce déficit devrait toutefois repartir à la hausse pour avoisiner les 4 % en 2020.

On relève non seulement des doubles, mais aussi des triples déficits, ces déséquilibres étant dus à un manque structurel d'épargne, ce qui pose problème à plus d'un titre, notamment parce qu'un manque d'épargne tend à mener à un manque d'investissement. Il faudrait améliorer la productivité pour augmenter le niveau de vie, ce qui entraînerait une hausse de l'épargne, réduire le secteur informel, ce qui augmenterait le pourcentage de la population employée officiellement et injecterait de l'épargne dans le système, et renforcer les marchés de capitaux. Tout ceci nécessite des réformes approfondies.

BESOIN DE RÉFORMES

Abordons maintenant la situation politique. Depuis que Narendra Modi est devenu Premier ministre en 2014, le discours indien à l'intention des investisseurs repose sur la promesse de réformes structurelles - depuis les infrastructures et la loi foncière, au marché de l'emploi et au système fiscal, en passant par la déréglementation du secteur privé et la restructuration du secteur bancaire. Mais ces derniers temps, le rythme des réformes a ralenti et déçu. On peut se demander pourquoi Narendra Modi ne mène pas plus de réformes économiques compte tenu de son positionnement favorable au parlement. Peut-être les réformes vont-elles s'accélérer en 2020 si certains petits partis régionaux rejoignent l'alliance du Premier ministre, ce qui lui permettrait d'obtenir la majorité absolue également à la chambre haute. Dans ce cas, l'Inde aurait fortement besoin de mesures de consolidation fiscale, de rationalisation des subventions et d'élargissement de l'assiette de l'impôt, parallèlement à des réformes foncières et du marché du travail.

De plus, il faudrait réduire l'intervention du secteur public dans le privé, tout en accélérant la rationalisation du secteur bancaire. C'est pourquoi la réforme du code des faillites et de l'insolvabilité constitue une étape importante, qui devrait contribuer à accélérer la résolution des cas d'insolvabilité, un aspect souligné par la Banque centrale indienne, qui préconise la reconnaissance des actifs non productifs et des changements de la gouvernance des banques.

Dans un environnement de ralentissement de la croissance du PIB et des réformes structurelles, l'accent a été mis sur la panoplie de mesures contracycliques. Récemment, le gouvernement a annoncé une diminution surprise du taux national de l'impôt sur les sociétés de 30 % à 20 %, ce qui a stimulé le marché actions domestique en octobre 2019. Cette mesure représente une charge fiscale supplémentaire, mais devrait améliorer la compétitivité de l'Inde par rapport à ses voisins du Moyen-Orient ou d'Asie.

La politique monétaire évolue également : les taux d'intérêt ont été diminués 5 fois ces derniers trimestres, notamment en raison d'une inflation plus faible que prévu. Après une période de frictions entre le gouvernement et la Banque centrale indienne, qui a causé le départ de son gouverneur en 2018, on observe une coordination plus harmonieuse depuis l'entrée en fonction de Shaktikanta Das, qui reflète toutefois le rôle dominant joué par le gouvernement dans le *policy-mix* de l'Inde.

L'assouplissement monétaire est un élément positif, mais les interférences politiques avec la banque centrale pourraient s'avérer néfastes pour sa crédibilité à plus long terme. La preuve de la viabilité de la politique budgétaire devra être apportée au-delà de l'effet à court terme attendu sur la croissance. Cela ne peut venir que des réformes structurelles.

BRÉSIL : RÉFORMES ET REPRISE

Après une performance décevante en 2019, on perçoit des signes d'accélération de la reprise économique du Brésil. Le crédit se développe à nouveau, le marché du logement rebondit et le marché du travail repart progressivement à la hausse. L'économie va continuer de faire face à des turbulences significatives à court et à moyen terme. Dans le contexte international actuel, le ralentissement de l'économie mondiale a un effet défavorable, tandis que la situation en Argentine reste une source de risque baissier. Localement, l'atonie de nombreux secteurs va continuer de freiner les investissements et la nécessité d'achever l'assainissement budgétaire va diminuer la demande globale.

La croissance plus faible a eu pour contrepartie une faible inflation, ouvrant la voie à une politique monétaire expansionniste. Nous estimons que le cycle d'assouplissement de la politique monétaire actuel va se poursuivre en 2020, portant le taux Selic à 4,25 % en début d'année (taux d'intérêt cible défini par la Banque centrale, Graphique 11), niveau auquel il devrait se maintenir tout au long de l'année. Cela devrait par conséquent soutenir et accélérer la reprise cyclique de l'économie.

La bonne nouvelle est que l'économie brésilienne est sur le point de connaître une reprise cyclique plus forte en 2020. Cependant, les vrais catalyseurs pour les investisseurs viennent des opportunités créées par le programme ambitieux de réformes économiques proposées par le gouvernement. Après avoir récemment approuvé une réforme des retraites plus ambitieuse que prévu, le Congrès va maintenant débattre d'une série de révisions constitutionnelles proposées par Paulo Guedes, le ministre de l'Économie, dans le but de créer les conditions institutionnelles nécessaires à l'achèvement du processus d'assainissement budgétaire, ainsi qu'à la réforme du rôle de l'État et du système fédératif brésilien.

Du point de vue de la politique budgétaire, qui devrait être au centre de l'attention des investisseurs, les projets de loi veulent mettre un terme à la tendance séculaire de croissance des dépenses non discrétionnaires qui menacent la soutenabilité de la dette et freinent les investissements publics. Pour y parvenir, les projets de loi visent à diminuer les subventions à l'emploi dans le secteur public, les exonérations fiscales et à mieux affecter les ressources budgétaires.

L'approbation de ces projets de loi ne va pas s'avérer facile. Des élections municipales auront lieu en octobre 2020, qui risquent de renforcer la mainmise de groupes d'intérêt puissants qui s'opposent aux réformes. Cela signifie également que le gouvernement devra les approuver très rapidement : à la fin du premier semestre, l'attention sera focalisée sur les élections et il est peu probable que les réformes majeures soient soumises au Congrès lors du deuxième semestre.

Par ailleurs, le devenir du programme de réformes structurelles est constamment menacé par l'entente politique inhabituelle qui prévaut actuellement. Contrairement à d'autres présidents « réformistes » que le Brésil a connus, Jair Bolsonaro manque d'un large soutien au Congrès, et ne peut véritablement compter que sur une centaine de voix sur les 513 que compte la chambre basse. La bonne nouvelle est que le Congrès a été étonnamment disposé à coopérer. L'économiste Paulo Guedes a établi une relation productive avec certains des principaux membres du Congrès, notamment avec le président de la Chambre des députés, Rodrigo Maia. Cette relation a favorisé le processus de réforme, en dépit du manque perçu d'engagement de la part du président Bolsonaro.

Parallèlement aux réformes structurelles visant à transformer les institutions fiscales et économiques, le gouvernement a des projets concernant les privatisations et les concessions. Ce dernier a déjà annoncé qu'il n'avait pas l'intention de privatiser les principales entreprises publiques telles que Petrobras, Banco do Brasil et Caixa Econômica Federal, donc il est peu probable que les privatisations vont marquer un tournant pour le pays. Jusqu'à présent, le rythme des privatisations et des concessions a été quelque peu décevant. Malgré tout, l'impulsion en faveur de l'augmentation des investissements privés passant par des privatisations et des concessions est positive mais reste un risque supplémentaire pour le pays.

Selon nous, si l'on fait abstraction des risques politiques, le Brésil dispose du programme de réformes structurelles le plus ambitieux de la région. Nous invitons les investisseurs à ne pas se limiter aux controverses suscitées par la politique atypique de Jair Bolsonaro. Le potentiel d'opportunités d'investissement est réel, bien qu'incertain.

GRAPHIQUE 11 : IPC ET TAUX SELIC, %



Sources : Banco Central do Brasil, Indosuez Wealth Management.

MOYEN-ORIENT : ENTRE RÉSILIENCE ET INCERTITUDES

Le cycle économique du Moyen-Orient se caractérise par une inflation basse, voire négative. Une fois l'effet de base lié à la TVA dissipé, on aurait pu penser que les taux d'inflation de l'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis (EAU) auraient augmenté. Au contraire, l'évolution des prix à la consommation est restée modérée, probablement sous l'effet de taux de croissance du PIB contenus. À court terme, si on peut s'attendre à ce que certains pays rebondissent, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ne devraient selon nous pas être capables de retrouver le rythme de la croissance du PIB réel enregistrée de 2000 à 2015 (4,6 % par an), Graphique 12.

Sur une note plus positive, le positionnement accommodant de la Réserve fédérale américaine devrait permettre aux banques centrales des pays dont la devise est arrimée au billet vert de maintenir leurs taux d'intérêt à un bas niveau, comme les EAU, le Qatar et l'Arabie saoudite. Compte tenu de ces éléments et du montant des réserves externes détenues par les pays en question, l'ancrage des devises de la région au dollar US n'est pas menacé.

Les taux d'intérêt faibles en Arabie saoudite vont participer à contenir le ratio dette/PIB croissant. Le prix du pétrole actuel n'est pas assez élevé pour équilibrer le budget saoudien. Selon le Fonds monétaire international (FMI), (Moniteur des finances publiques, avril 2019), le déficit public pourrait atteindre 7,9 % du PIB en 2019, ce qui va se traduire par une détérioration du ratio dette nette/PIB. Avec une faible inflation et une croissance du PIB réel modérée, le ratio dette/PIB devrait atteindre 50 % en 2024, en dépit de l'introduction en Bourse d'Aramco.

En dépit d'un risque géopolitique toujours élevé, les investisseurs peuvent bénéficier d'opportunités d'investissement attrayantes. Les multiples de valorisation des indices boursiers du Moyen-Orient sont parfois plus attrayants que dans d'autres parties du monde. On peut trouver des thèmes intéressants et de diversification dans le secteur bancaire, les infrastructures, l'immobilier, les télécoms, voire dans le numérique. Les investisseurs doivent simplement être conscients de l'importance de la corrélation des dimensions géopolitiques, macroéconomiques et énergétiques lorsqu'ils prennent leurs décisions d'investissement dans cette région.

GRAPHIQUE 12 : TAUX D'INFLATION DANS CERTAINS PAYS, %, GA



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Fleuve Amour, Russie

RUSSIE : AU-DELÀ DES SANCTIONS

Quelque chose d'étrange se produit en Russie. C'est comme si le pays avait retrouvé son profil *Investment Grade* en partie grâce aux sanctions internationales.

Ces sanctions ont exercé une pression à la baisse sur la croissance tout en ayant plusieurs conséquences positives. L'accumulation de réserves internationales a progressé pour atteindre à peu près l'équivalent de 14 mois d'importations et a également profité de la diversification active dans d'autres devises afin de moins dépendre du dollar US (30 % sont désormais en euros). Le désendettement de l'économie s'est également poursuivi et la diversification des importations a entraîné une amélioration de la productivité de l'agriculture à un niveau inédit jusqu'à maintenant. À cela s'ajoutent la flexibilité du rouble russe, la faible inflation (3,9 % en septembre 2019) et un taux de chômage contenu, autant de facteurs qui ont contribué à améliorer le profil souverain du pays.

UNE CROISSANCE TOUJOURS FAIBLE

La croissance russe est faible et va le rester. Le profil de croissance du pays n'a pas changé pendant des années, reposant fortement sur la consommation et pas assez sur l'investissement. Le premier trimestre 2019 (croissance du PIB de 0,7 %) n'a pas montré de hausse de l'investissement, ce qui signifie que le taux de croissance potentiel restera bas, oscillant autour de 1 %. Pour la totalité de l'année 2019, la Banque centrale

de Russie a abaissé ses prévisions de croissance à 1 %. Sans la croissance de 2,2 % de la consommation privée au premier semestre, reposant principalement sur une hausse des prêts aux particuliers, la croissance du PIB réel aurait été plus proche de 0 % (Graphique 13).

Cette stagnation n'est pas seulement un problème économique, mais aussi politique, des manifestations se sont déroulées régulièrement au cours de ces deux dernières années. Initialement, ces manifestations étaient ciblées contre les réformes des retraites, mais ont fait tache d'huile, prenant un tour plus politique, en particulier concernant l'organisation de certaines élections locales. Si ces manifestations ne menacent pas la stabilité politique du pays, elles lèvent le voile sur le climat social qui y règne, notamment dans la classe moyenne, que le cycle de croissance faible a appauvri.

Le problème concernant la contribution de l'investissement à la croissance (sauf en ce qui concerne les matières premières) est une caractéristique classique d'une économie de rente basée sur l'exploitation des ressources naturelles. Cette situation peut également s'expliquer par l'existence de plusieurs obstacles structurels, dont une mauvaise gouvernance des entreprises, le manque d'infrastructures publiques régionales, l'inefficacité de l'investissement public, le faible esprit d'entreprise et le nombre limité de petites et moyennes entreprises, la mobilité régionale réduite de la main-d'œuvre et la tendance globale à penser à court terme.

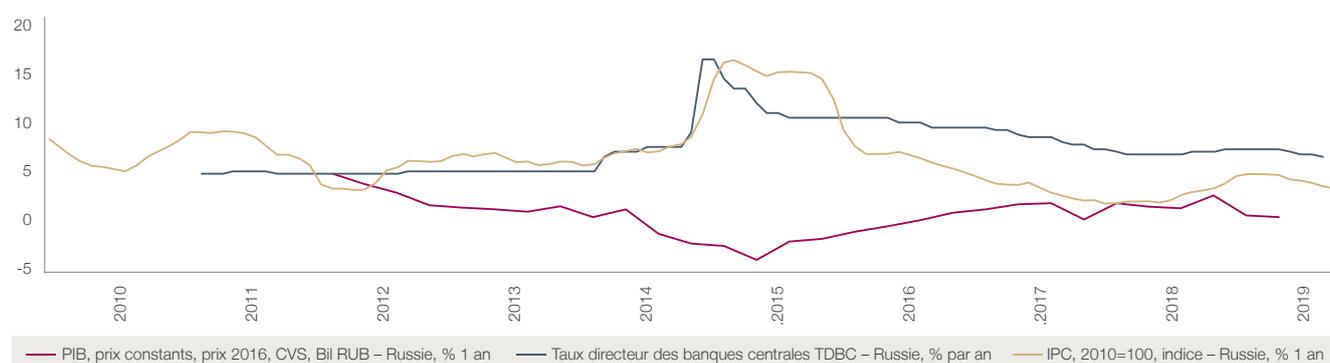


Le gouvernement connaît ces difficultés depuis de nombreuses années, et cherche, également depuis des années, à stimuler l'investissement dans l'économie russe, un objectif du programme national. En dépit de la concentration du pouvoir exécutif, l'économie souffre d'une inertie administrative. Par conséquent, le retard pris dans la mise en œuvre des projets nationaux est significatif, puisqu'au premier semestre 2019, 32 % à peine de l'objectif annuel avaient été financés.

Cela dit, dans cet environnement de croissance et d'inflation faibles, la politique monétaire est centrale dans le scénario d'investissement sur la Russie. Grâce à la crédibilité de sa banque

centrale et à la flexibilité de sa devise, qui a permis la mise en œuvre d'une politique d'assouplissement monétaire conçue pour atteindre les objectifs économiques nationaux, la dette russe a réussi à attirer les capitaux d'investissements étrangers sensibles aux indicateurs de soutenabilité financière supérieurs à ceux des autres marchés émergents, sans oublier une visibilité politique quelque peu supérieure. Enfin le marché actions russe demeure attractif en terme de valorisation, reflétant le poids de l'énergie et des financières, et souffrant sans doute dans sa globalité de l'effet des sanctions ciblées.

GRAPHIQUE 13 : RUSSIE : PIB ET IPC, % GA ET TAUX DIRECTEUR DES BANQUES CENTRALES, %



Sources : Factset, Indosuez Wealth Management.



Hinczowy, République slovaque

NOS CONVICTIIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES MONDIALES

CONTEXTE HISTORIQUE

Dans le monde actuel, la perception qui prévaut est que la situation n'est pas très favorable, donc il est important d'analyser d'abord factuellement où nous en sommes aujourd'hui. L'économie mondiale a connu les 25 années les plus fabuleuses de toute l'histoire de l'humanité. En effet, deux milliards d'individus sont sortis d'un faible niveau de développement humain pendant cette période. En 2018, la majorité de la population mondiale appartenait à la classe moyenne, une première dans l'histoire de l'humanité. La distribution des revenus n'a jamais été aussi égalitaire. Dans le passé, 90 % de la population mondiale était pauvre. Les choses ont commencé à évoluer au XIX^e siècle, et aujourd'hui, ce rapport s'est inversé, puisque 90 % de la population mondiale dispose d'au moins deux dollars par jour pour vivre. La population mondiale atteignait alors un milliard, signifiant que 900 millions étaient pauvres. Aujourd'hui, alors que la population mondiale approche les 8 milliards, il y a encore 800 millions de personnes qui vivent dans la pauvreté.

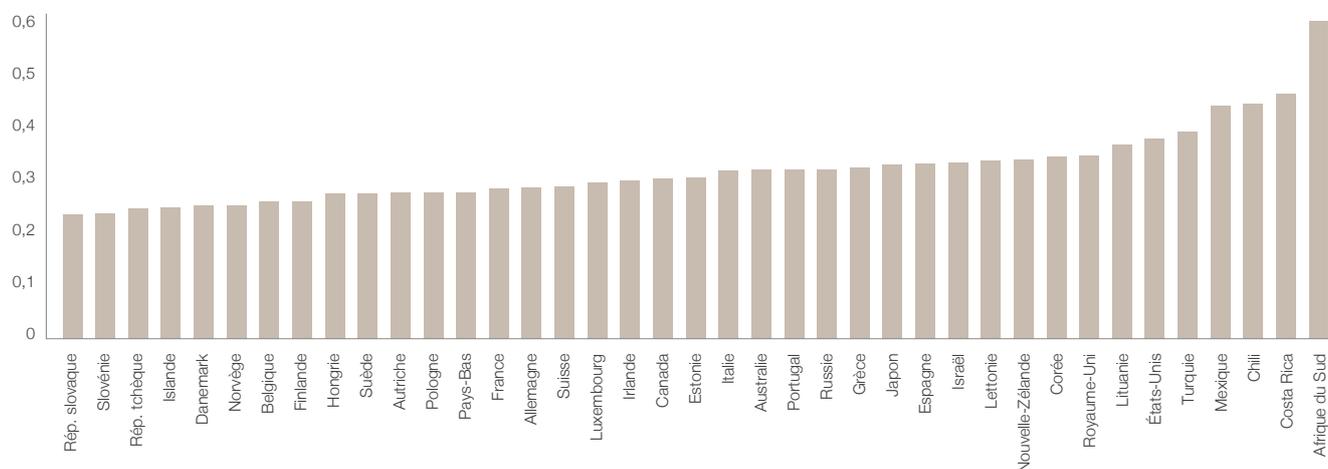
Le progrès économique reposait sur une liberté de mouvement sans précédent, que ce soit au niveau du capital, de la main-d'œuvre, des biens et des services. Alors que ces libertés pourraient reculer progressivement à travers le monde, il semble peu probable que la performance remarquable observée à la fin du XX^e siècle se reproduise dans les 25 prochaines années.

Cette évolution s'explique par les inégalités fortes et croissantes dans certains pays. Si l'on se penche sur le coefficient de Gini, qui représente l'indicateur courant de l'inégalité de revenus (0 correspondant à une égalité parfaite et 1, à une inégalité parfaite), on remarque notamment que les États-Unis sont approximativement au même niveau que la Turquie et le Mexique avec un coefficient de Gini de 0,39, selon l'OCDE, alors que la République slovaque affiche le coefficient le plus bas de l'échantillon avec un coefficient de 0,24, et l'Afrique du Sud, le plus élevé, avec un coefficient de 0,62 (Graphique 14). Seuls quatre pays de l'échantillon sont plus proches du niveau d'inégalité constaté en Afrique du Sud que les États-Unis, qui sont donc devancés par 33 pays.

INÉGALITÉS ET CROISSANCE

Les inégalités se répercutent sur les économies et la politique de plusieurs manières. Sur le plan économique, un certain niveau d'inégalité peut être favorable à la croissance si, par exemple, le revenu absolu des plus pauvres s'en trouve augmenté. Les inégalités intergénérationnelles et d'opportunités ont généralement un impact négatif sur la croissance.

GRAPHIQUE 14 : INÉGALITÉS DE REVENUS : COEFFICIENT DE GINI, 2018, OU DERNIÈRES DONNÉES DISPONIBLES



0 = égalité parfaite, 1 = inégalité parfaite.

Sources : OCDE, Indosuez Wealth Management.

Sur le plan politique, il est communément admis que l'influence politique des riches est disproportionnée. Si cette richesse est détenue entre des mains toujours moins nombreuses, cela risque d'entraîner une concentration antidémocratique du pouvoir.

Quand le contexte économique est défavorable, plus nombreuses sont les personnes insatisfaites de la politique menée par leur pays. Dans l'enquête menée par Pew Research Center dans 27 pays, la plupart des individus estiment que les élections apportent peu de changements, que les responsables politiques sont corrompus et déconnectés de la réalité, et que les tribunaux sont injustes. Chaque pays a ses propres spécificités, mais ces facteurs contribuent largement à expliquer les protestations de populations insatisfaites à travers le monde, ainsi que la polarisation croissante et la frustration vis-à-vis des « élites » dans de nombreux pays.

LE PROTECTIONNISME

Dans un tel environnement, le monde politique a par le passé réagi par plus de protectionnisme, ce qui semble être de nouveau le cas aujourd'hui. Les barrières, qu'elles soient tarifaires ou non, agissent comme des taxes et tendent à diminuer l'activité. La corrélation entre le volume des échanges et le PIB n'est pas figée. La détermination de la croissance du PIB repose sur de nombreuses variables. Quand le volume du commerce mondial descend en dessous de la moyenne, la croissance du PIB risque de connaître le même destin à l'échelle mondiale (Voir page 5 pour plus de détails).

CROISSANCE POTENTIELLE

Néanmoins, en dépit de la guerre commerciale actuelle, la croissance du PIB se maintient dans la plupart des grandes économies. L'excès de croissance par rapport à son potentiel, a été éliminé par rapport à la période d'accélération de la croissance du PIB en 2017 et 2018. En revanche, quand elle concorde avec son potentiel, il est difficile de considérer la croissance actuelle du PIB comme étant particulièrement

médiocre. Dans ce cas, la difficulté consiste à relever le taux de croissance potentiel, qui peut être perçu comme étant trop bas dans de nombreuses économies.

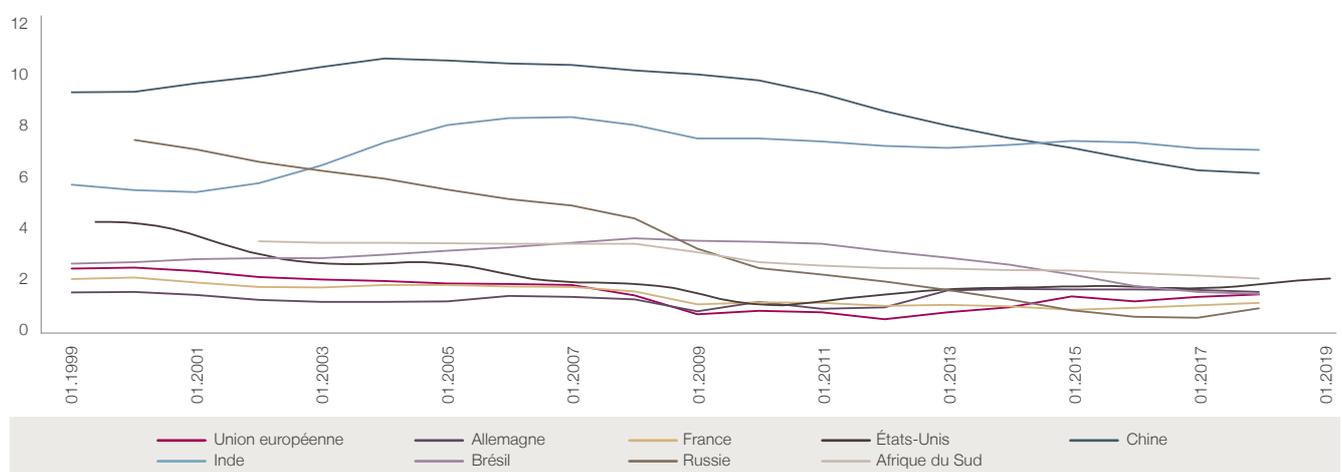
Relever le taux de croissance potentiel consiste à augmenter la puissance du moteur économique. Or, cela n'est envisageable que si l'on augmente les ressources, élimine les goulets d'étranglement et améliore l'efficacité. L'attention accordée actuellement à la politique monétaire ne tient pas compte du fait que son rôle se rapproche davantage de celui du carburant que l'on verse dans le réservoir que de celui de la puissance du moteur. Sans carburant, nous ne pouvons aller nulle part, mais la vitesse à laquelle nous avançons relève dans une certaine mesure, davantage des responsables politiques élus que des dirigeants des banques centrales.

Selon l'OCDE, le rythme des réformes a ralenti depuis le pic atteint vers 2012 dans les pays matures et en 2014 dans les pays émergents. Si l'adoption de réformes a ralenti globalement, les pays matures ont augmenté le nombre de réformes visant à accroître la productivité alors que les marchés émergents ont privilégié les mesures de stimulation de l'emploi. Mais, avec ce ralentissement, il est peu probable que la croissance potentielle ou réelle augmente fortement au-delà des niveaux actuels.

Le ralentissement de la croissance potentielle du PIB est le plus notable en Russie, qui se situe en bas de notre échantillon (Graphique 15) avec un taux de croissance potentielle de 0,9 %. La Chine a vu sa capacité « naturelle » de croissance chuter à 6,2 %, mais occupe toujours la deuxième place après l'Inde, à 7,1 %. Le PIB potentiel des États-Unis a progressé depuis son plus bas de 1 % en 2010 à 2,1 % actuellement, et la zone euro est passée de 0,5 % en 2012 à 1,5 % fin 2018. En règle générale, les marchés matures ont enregistré une embellie depuis la crise de 2008. Dans les économies émergentes, le potentiel est souvent bien plus élevé que dans les pays matures, mais a malgré tout reculé depuis la crise financière mondiale.

Ainsi, les perspectives de croissance du PIB restent proches du potentiel, à moins qu'une aggravation des tensions commerciales ou d'autres imprévus le conduisent à la baisse. Ces surprises mises à part, le cycle économique mondial reste soutenu par une inflation historiquement faible – maintenant des taux d'intérêt

GRAPHIQUE 15 : TAUX DE CROISSANCE POTENTIELLE DU PIB, % GA



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

faibles également – une diminution significative du chômage à travers le monde, des prix modérés du pétrole et un dollar US dont le niveau n'altère pas la croissance à l'heure actuelle, bien qu'il serait utile qu'il se déprécie. Ces soutiens devraient limiter le niveau de décélération que nous prévoyons pour l'économie mondiale.

INFLATION

Fait important, une faible inflation, ou un recul des prix (déflation), est particulièrement favorable à la croissance, mais peut aggraver une récession en cas de croissance positive du PIB. À présent, la plupart des pays affichent une croissance positive du PIB, et ni la déflation ni la désinflation ne sont cycliques. Dans ce cas, de faibles hausses des prix sont synonymes de salaires réels supérieurs et de hausse de la consommation. Le cycle économique mondial en a profité après la crise de 2008, quand la consommation des ménages a constitué la principale source de croissance du PIB.

Si la faible inflation est structurelle, d'où vient-elle ? Selon nous, elle provient principalement de la révolution technologique. Par le passé, des révolutions similaires ont eu besoin de 100 années pour s'implanter, de la première innovation au déploiement total dans l'économie. Le premier ordinateur ayant été utilisé en 1947, nous pensons que l'inflation devrait rester modeste jusqu'en 2047. Dans l'économie mondialisée actuelle, cela est une bonne chose, car il serait compliqué pour les banques centrales de relever les taux d'intérêt en réponse à une inflation hypothétiquement supérieure compte tenu de l'endettement record que de nombreux pays doivent supporter. Cela ne rend pas les niveaux de la dette soutenables, mais abordables.

Par extension, la baisse des taux directeurs aux États-Unis favorise tous les pays qui empruntent à des taux variables en dollars US, et offre aux pays dont la devise est arrimée au billet vert une plus grande flexibilité pour stimuler leurs propres économies. Si le dollar US venait à se déprécier en réaction aux baisses de taux, le prix en devises étrangères de toutes les transactions libellées en dollars US diminuerait. Les marchés émergents pourraient tirer profit de cette situation.

DE BONNES SURPRISES LIMITÉES EN MATIÈRE DE CROISSANCE

La probabilité que la croissance du PIB surprenne positivement semble limitée, notamment en raison de la complexité de la situation politique et du ralentissement des réformes économiques qui l'accompagne. L'affaiblissement du dollar US pourrait entraîner une accélération de la croissance presque partout, sauf en Europe, tout comme une augmentation de l'investissement et de l'emploi pourraient se produire si l'appétit pour le risque augmentait et que l'incertitude diminuait. Une telle issue semble improbable tant que les tensions commerciales persistent.

FACTEURS DE CROISSANCE

Si l'on se penche sur les critères favorables à la croissance, on constate que les exportations nettes (donc les exportations de biens et de services auxquelles on soustrait les importations) contribuent de manière minimale à de nombreuses économies en général. Aux États-Unis, la contribution moyenne depuis 2000 est de 0,13 point de pourcentage négatif par an. Dans la zone euro, la moyenne pour la même période est positive, à un modeste 0,05 point de pourcentage.

Dans les économies plus matures, cela témoigne de la nature des chaînes d'approvisionnement internationales qui tendent à rendre les exportations intensives en importations. La baisse du volume des échanges pourrait aggraver cette situation, mais il est réconfortant de savoir que la balance extérieure nette n'est généralement pas le principal contributeur à la croissance du PIB.

Un privilège qui a tendance à appartenir à la consommation des ménages. La consommation des ménages américains contribue en moyenne à hauteur de 1,6 point de pourcentage depuis 2000, alors que dans la zone euro, la contribution atteint 0,7 point de pourcentage.

L'investissement, ou la formation brute de capital fixe, est le facteur incertain de ces prochaines années. En Chine, il représentait 44 % du PIB en 2017 (Banque mondiale) contre 21 % aux États-Unis et dans la zone euro. Sur le plan des contributions, la moyenne depuis 2000 aux États-Unis est estimée à 0,4 point de pourcentage, bien que la dernière donnée (troisième trimestre 2019) soit une contribution négative de 0,3 point de pourcentage.

La zone euro se trouve quasiment dans la situation inverse, avec une contribution moyenne des investissements fixes d'à peine 0,1 point de pourcentage depuis le début du siècle, mais de 1,2 point de pourcentage au deuxième trimestre 2019. C'est l'une des raisons pour laquelle les investissements aux États-Unis baissent depuis un niveau plus élevé, alors que ceux de la zone euro accélèrent depuis un niveau inférieur, ce qui donne un certain avantage en termes de dynamisme au camp européen.

La consommation publique contribue négativement au PIB en période d'austérité et positivement en période d'expansion budgétaire. Sur un cycle, elle devrait rester proche de zéro dans un pays prudent sur le plan budgétaire. Aux États-Unis, la contribution moyenne depuis 2000 est de 0,2 point de pourcentage et la dernière, datant du troisième trimestre 2019, était de 0,35 point de pourcentage. Il est peu probable qu'elle reparte à la hausse.

Dans la zone euro, la moyenne se situe à 0,1 point de pourcentage, ce qui correspond à la contribution du deuxième trimestre 2019, une hausse depuis la baisse de 0,05 point de pourcentage en 2011. La politique fiscale de la zone euro a pris un tour un peu plus expansionniste. Des mesures de stimulation fiscales supplémentaires seraient bienvenues, alors même qu'elles ne devraient pas ajouter plus de 0,2 point de pourcentage environ à la croissance du PIB dans la région.

PRÉVISION DE CROISSANCE D'INDOSUEZ

Nos prévisions macroéconomiques principales tablent sur un atterrissage en douceur du cycle économique mondial (Tableaux 2 et 3).

Sur les 3,1 % de taux de croissance mondiale du PIB prévus pour 2019, 1,1 point de pourcentage vient de la Chine et 0,5 point de pourcentage de l'Inde. En effet, ces deux pays comptent pour plus de 50 % de la croissance mondiale. Les États-Unis génèrent une contribution de 0,3 point de pourcentage et la zone euro 0,1 point de pourcentage.

Du point de vue des investissements, le message est difficile à ignorer. L'objectif des investisseurs à long terme devrait consister à rechercher une certaine forme d'exposition aux marchés émergents en général et à la Chine en particulier.

Voici nos principales convictions concernant notre scénario macroéconomique mondial :

- Un atterrissage en douceur dans le cycle économique mondial à environ 3 % de croissance du PIB, la plupart des pays évoluant conformément à leur potentiel.
- Les risques par rapport à notre scénario sont principalement baissiers, avec pour variable déterminante, le niveau des restrictions commerciales en place à l'avenir.
- L'inflation est structurellement basse grâce à la révolution technologique, un phénomène mondial qui devrait persister jusqu'au milieu de ce siècle.
- Par conséquent, les taux d'intérêt devraient rester bas pendant plus longtemps, diminuant le risque de récession.
- Le *policy-mix* pourrait être amélioré dans les pays qui ont adopté des politiques monétaires ultra-accommodantes, des politiques budgétaires strictes et des réformes structurelles insuffisantes échouant à relever le PIB actuel ou potentiel.

- Ces prévisions devraient surtout profiter aux marchés émergents. C'est parce qu'il existe une plus grande marge de manœuvre pour l'adoption de mesures de stimulation monétaire, fiscale et de réformes supplémentaires dans ces pays que dans les pays matures - tant que les États-Unis s'abstiennent de resserrer leur politique monétaire cette marge peut être exploitée.

TABLEAU 3: TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES, PRÉVISIONS 2019-2020, %

	2017	2018	2019	2020
Argentine	28,75	65,00	70,00	65,00
Afrique du Sud	6,75	6,75	6,45	6,35
Arabie Saoudite	2,00	3,00	2,25	2,00
Australie	1,50	1,50	0,70	0,45
Brésil	7,00	6,50	4,50	4,50
Chili	2,50	2,75	1,55	1,50
Chine	4,35	4,35	4,30	4,20
Corée du Sud	1,50	1,75	1,25	1,15
Émirats arabes unis	1,75	2,75	2,00	1,75
États-Unis	1,50	2,50	1,75	1,75
Inde	6,00	6,50	5,15	4,75
Indonésie	4,25	6,00	4,90	4,90
Japon	-0,10	-0,10	0,00	0,00
Malaisie	3,00	4,10	4,20	4,20
Mexique	7,25	7,75	7,75	6,00
Philippines	3,00	4,75	3,95	3,60
Royaume-Uni	0,50	0,75	1,00	1,25
Russie	7,75	7,75	6,30	5,95
Suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Thaïlande	1,50	1,75	1,25	1,15
Turquie	8,00	24,00	13,25	11,70
Zone Euro	0,00	0,00	0,00	0,00

Source: Bloomberg, Indosuez Wealth Management

TABLEAU 2 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES PRINCIPALES, % ET POINT DE POURCENTAGE

	2017		2018		2019		2020		2017		2018		2019		2020	
	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	PIB	IPC	Pondérations en PPA (2018)	Contributions						
										Pourcentage						
Monde	3,8	-	3,6	-	3,0	-	3,2	-	100							
États-Unis	2,5	2,1	3,0	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	15,2	0,38	0,46	0,30	0,27			
Japon	2,0	1,0	0,3	0,7	0,5	1,2	0,9	0,4	4,1	0,08	0,01	0,02	0,04			
Royaume-Uni	1,4	3,0	1,4	2,5	1,0	1,5	1,1	2,0	2,2	0,03	0,03	0,02	0,02			
Zone euro	2,7	1,4	1,1	1,9	1,0	1,0	1,2	1,2	11,4	0,31	0,13	0,11	0,14			
Allemagne	2,8	1,7	0,6	2,2	0,5	1,1	1,2	1,3	3,2	0,09	0,02	0,02	0,04			
France	2,8	1,2	1,0	2,2	1,0	1,2	1,1	1,2	2,2	0,06	0,02	0,02	0,02			
Italie	1,6	0,0	0,0	1,5	0,2	0,4	0,8	1,0	1,8	0,03	0,00	0,00	0,01			
Espagne	3,1	1,2	2,3	1,7	2,0	0,5	1,5	1,0	1,4	0,04	0,03	0,03	0,02			
Suisse	2,5	1,1	1,5	0,9	1,2	-0,1	1,2	0,6	0,4	0,01	0,01	0,00	0,00			
Brésil	2,2	2,9	1,1	3,8	1,1	3,6	2,4	3,7	2,5	0,06	0,03	0,03	0,06			
Mexique	1,6	6,8	1,6	4,4	0,2	3,5	1,4	3,4	1,9	0,03	0,03	0,00	0,03			
Argentine	3,9	24,8	-6,4	47,1	-1,8	65,0	0,3	50,0	0,7	0,03	-0,04	-0,01	0,00			
Russie	0,9	2,5	2,7	3,9	1,4	3,3	1,5	3,7	3,1	0,03	0,08	0,04	0,05			
Inde	7,0	5,2	6,6	2,6	4,8	4,0	5,9	3,5	7,7	0,54	0,51	0,37	0,45			
Chine	6,8	1,8	6,4	2,2	6,0	3,8	5,7	2,4	18,7	1,27	1,20	1,12	1,07			
Asie hors Chine, Inde, Japon*	4,3	-	4,5	-	4,5	-	4,5	-	7,9	0,34	0,36	0,36	0,36			

*Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande et Vietnam.

Nota Bene : le PIB mondial est en PPA (Parité de Pouvoir d'Achat). Tous les chiffres en % sont ceux du quatrième trimestre (en glissement annuel).

Les contributions sont les taux de croissance multipliés par le poids du pays/de la région dans le PIB mondial, exprimés en points de pourcentage.

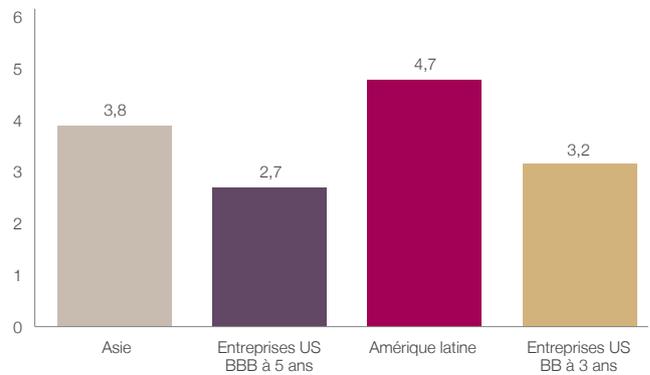
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

ATTRACTIVITÉ DES DETTES ÉMERGENTES

Le fort recul des rendements des obligations internationales a motivé une nouvelle quête de rendement ces derniers temps. Dans ce contexte, les investisseurs mondiaux ont montré un intérêt croissant pour la dette des marchés émergents, qui offre une prime par rapport à leurs homologues des pays développés. Les baisses de taux effectuées par la Réserve fédérale américaine devraient relâcher la pression sur les coûts de financement des marchés émergents.

À ce stade, l'Asie offre un rendement supérieur de 1 % par rapport à son équivalent américain, alors que le différentiel de rendement de l'Amérique latine est encore plus marqué à environ 2 % (Graphique 16). Si le niveau de risque de la dette émergente est supérieur à celui de la dette américaine, les fondamentaux des marchés émergents se sont nettement améliorés.

GRAPHIQUE 16 : PRIME DE RENDEMENT DE LA DETTE ÉMERGENTE, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Serra da Beleza, Brésil



Jakarta, Indonésie

DE MEILLEURS FONDAMENTAUX

L'observation de ces dernières années fait état de crises financières en Asie et de crises de la dette en Amérique latine, mais ces deux continents sont totalement différents de ce qu'ils étaient dans le passé. La variété des sources de financement y compris en devise locale a augmenté, tout comme la taille du marché. Cela signifie que la profondeur du marché et sa liquidité ont augmenté depuis 20 ans. Plus important, les deux régions incluent désormais plusieurs marchés *Investment Grade* et souverains de qualité supérieure (Graphique 17).

Plus de la moitié du marché obligataire en USD de l'Asie est constituée de pays dont les notations souveraines appartiennent à la catégorie *Investment Grade*. En Amérique latine, un peu moins de la moitié de l'indice se compose d'obligations émises par des entreprises actives dans des pays notés *Investment Grade* comme le Chili, le Mexique, le Pérou et la Colombie. Le Brésil, qui représente 44 % de l'indice latino-américain, se trouve dans la catégorie BB- (rating Standard & Poor's).

De manière agrégée, ils constituent un univers d'investissement comprenant un niveau satisfaisant de titres de qualité *Investment Grade* associé à des opportunités sélectives dans la catégorie du haut rendement.

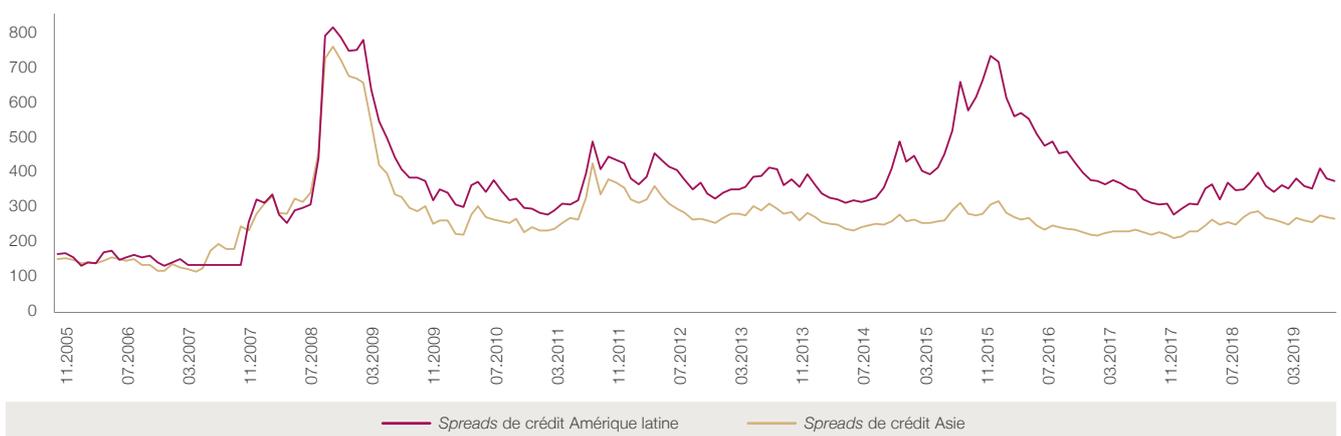
Le marché de la dette d'entreprise s'est également approfondi. En Asie, le marché obligataire en devise locale constitue désormais une classe d'actifs importante. On observe un bon nombre de flux de capitaux sur les marchés des taux locaux de Singapour, de la Corée du Sud, de Hong Kong et de l'Indonésie. Il s'agit là d'une tendance qui devrait se poursuivre.

TABLEAU 4 : ÉVOLUTION DES NOTATIONS

ME Asie	1990-2000	2000-2010	2010-aujourd'hui
Singapour	Aa2	Aa1	Aaa1
Hong Kong	A3	Aa1	Aa2
Chine	A3	A1	A1
Corée du Sud	Baa2	A2	Aa2
Malaisie	Baa3	A3	A3
Thaïlande	Ba1	Baa1	Baa1
Inde	Ba2	Ba1	Baa2
Indonésie	B3	Ba2	Baa2
Philippines	Ba1	Ba3	Baa2
Amérique latine	1990-2000	2000-2010	2010-aujourd'hui
Chili	Baa1	A2	A1
Mexique	Ba2	Ba2	A3
Pérou	Baa2	Ba2	A3
Colombie	Baa3	Ba2	Baa2
Brésil	B1	Ba2	Baa3/Ba2

Sources : Moody's, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 17 : LES SPREADS DE CRÉDIT DES ME SE SONT RESSERRÉS APRÈS LEURS PLUS LARGES ÉCARTS DE 2016, PB



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

FLUX D'INVESTISSEMENT DANS LES OBLIGATIONS DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les obligations des marchés émergents sont sensibles à la politique de taux d'intérêt américaine. La bonne nouvelle est que les baisses de taux effectuées par la Fed en 2019 ont donné un peu de latitude et favorisé les flux entrants dans cette classe d'actifs. Par exemple, les ETF obligataires des marchés émergents ont reçu des flux de capitaux conséquents en 2019 (Tableau 5). On peut les considérer comme un indicateur pertinent du sens des flux dans cette classe d'actifs. En cas de contexte macroéconomique favorable accompagné d'une politique monétaire accommodante, la recherche de portages stables devrait se poursuivre et générer davantage de flux de capitaux dans la dette des marchés émergents. Cela est manifeste compte tenu de l'expérience de 2019.

Les forces à l'œuvre plaident actuellement en faveur de la dette libellée en dollar US au détriment de celle en devise locale, surtout si l'on tient compte du rapport risque/volatilité relatif moins attrayant de cette dernière, dans un contexte où l'assouplissement monétaire dans les marchés émergents met ces devises sous pression (Tableau 6).

TABLEAU 5 : FLUX VERS LES ETF,
MILLIONS USD

Obligations ME	1 mois	3 mois	YTD	1 an	3 ans
Total	3 172	5 437	14 751	15 657	29 452
Non déclaré	296	482	2 201	2 533	2 621
IG BBB ou supérieur	1 109	1 011	1 406	1 167	9 187
High yield	15	10	85	-62	337

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

TABLEAU 6 : ORIENTATION PRÉVUE
DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Politique monétaire Asie 8	Orientation prévue
Chine	Assouplissement
Corée	Assouplissement
Indonésie	Assouplissement
Thaïlande	Neutre
Malaisie	Assouplissement
Philippines	Assouplissement
Singapour	Assouplissement
Inde	Assouplissement
Politique monétaire Amérique latine	Orientation prévue
Chili	Assouplissement
Mexique	Assouplissement
Pérou	Assouplissement
Colombie	Neutre
Brésil	Assouplissement

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

QU'ATTENDRE DE DEMAIN ?

ASIE ÉMERGENTE

En 2020, nous anticipons que le marché va rester stable avec des *spreads* de crédit évoluant autour des niveaux actuels. La Chine représente près de la moitié de l'indice (Tableau 7) et le gouvernement chinois a mis en place plusieurs mesures de stimulation afin de soutenir l'économie, comme la réduction du ratio des réserves obligatoires, ainsi que des initiatives visant à encourager les banques à prêter aux petites et moyennes entreprises.

Nous pensons que ces mesures vont soutenir la confiance des investisseurs vis-à-vis du marché du crédit chinois et qu'elles pourraient se répercuter positivement sur le reste de l'Asie. Par exemple, la Corée du Sud dépend fortement de la santé de l'économie chinoise, car la Chine représente une part fondamentale de la chaîne de fabrication mondiale et est un consommateur de produits technologique. La stabilité de la Chine pourrait également améliorer la confiance dans le marché du crédit en USD de la Corée du Sud.

TABLEAU 7 : COMPOSITION DE L'INDICE
DES MARCHÉS ÉMERGENTS ET NOTATIONS
DE CRÉDIT, %

Asie émergente*	Notations de la dette souveraine (Moody's/S&P/Fitch)	Pondération indice
Chine	A1/A+/A+	48,71
Inde	Baa2/BBB-/BBB-	7,03
Indonésie	Baa2/BBB/BBB	12,32
Philippines	Baa2/BBB+/BBB	4,13
Corée	Aa2/AA/AA-	9,07
Amérique latine émergente*		
Chili	A1/A+/A+	8,70
Mexique	A3/BBB+/BBB	24,00
Pérou	A3/BBB+/BBB+	5,70
Colombie	Baa2/BBB-/BBB	8,80
Brésil	Ba3/BB-/BB-	44,00

*L'indice pour l'Asie est le BofAML Asian Dollar et pour l'Amérique latine, le CEMBI Broad Latam. Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

En Indonésie, nous prévoyons d'autres réformes initiées par l'administration du président Joko Widodo (également nommé Jokowi), avec une attention particulière accordée à l'investissement dans les infrastructures et l'éducation. Nous considérons ceci comme un développement positif qui pourrait améliorer le potentiel de croissance de l'économie indonésienne. Toutefois, à moyen terme, le risque politique venant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait jouer un rôle déterminant dans l'évolution des *spreads* de crédit indonésiens, ainsi que les prix mondiaux des matières premières.

La croissance indienne devrait continuer de ralentir, ce qui pourrait peser sur les *spreads* de crédit des valeurs domestiques et cycliques, telles que les aciéries, alors que la réforme des règles d'insolvabilité pourrait donner lieu à une comptabilisation accélérée des pertes dans les bilans des banques.

Par conséquent, nous avons réduit notre allocation aux matières premières, aux métaux et aux minières en Inde.

AMÉRIQUE LATINE

L'Amérique latine est souvent considérée comme une région homogène, comme un tout. Ce continent se compose d'un ensemble de pays qui partagent certaines caractéristiques, mais qui ont également leurs propres atouts et difficultés. Il est essentiel de les différencier afin d'anticiper leur évolution possible tout en tenant compte des opportunités de diversification offertes par la région (Tableaux 8 et 9).

Contrairement aux crises de la dette souveraine passées, il n'y a pas eu de contagion réelle de la débâcle argentine qui a suivi les primaires des élections présidentielles en août 2019. Les efforts menés par les autres pays de la région afin de réduire leur vulnérabilité externe semblent les avoir mieux armés pour faire face à la volatilité. Après les crises de la fin des années 1990, le Chili, la Colombie, le Pérou et le Mexique ont en majorité suivi une politique libérale. Les réformes concernaient entre autres les systèmes de retraite financés par le secteur privé, l'ouverture de l'économie au commerce international et la privatisation des entreprises publiques. En outre, ces pays ambitionnaient une répartition plus saine de la dette locale et externe, des réserves internationales plus solides et des déficits de la balance courante mieux financés par les investissements directs étrangers.

TABLEAU 8 : INDICATEURS DES FONDAMENTAUX DE LA DETTE

	Déficit balance courante % du PIB*	Déficit budget primaire % du PIB*	Dette externe % RNB**	Réserves totales % Dette externe totale**	Dette à court terme Total des réserves**
Brésil	-2,0	-1,3	30,3	67,2	17,8
Chili	-3,6	-1,8	-	-	-
Colombie	-4,3	1,6	42,3	35,5	31,5
Mexique	-1,2	-1,7	38,0	38,9	34,6
Pérou	-2,0	-1,5	31,3	90,5	16,6
Argentine	-3,1	-1,1	56,1	23,6	102,1

* juin ou septembre 2019, selon le dernier chiffre disponible.

** décembre 2018.

Sources : Banque mondiale, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'économie du Brésil est restée comparativement plus fermée, et le gouvernement a conservé un rôle plus étendu. L'administration actuelle mène des réformes ambitieuses. La réforme des retraites, qui vise à stabiliser l'évolution de la dette publique, a été approuvée en octobre 2019. Parmi les autres mesures prévues, citons une réforme fiscale, des initiatives visant à privatiser de nombreuses entreprises publiques, la réduction de la bureaucratie pour les entreprises et la modernisation du secteur public. Ces réformes vont faire l'objet de contestations, mais constituent un pas important dans la bonne direction.

Comprendre la dynamique des notations de crédit actuelles s'est avérée être une opportunité de création de rendements excédentaires sur ce marché. Les notations de la dette souveraine brésilienne ont été dégradées de plusieurs crans au cours de la crise de 2015/2016. Par conséquent, les notations de certaines entreprises disposant d'une qualité de crédit de type *Investment Grade* sont plafonnées par la notation appliquée au pays. Beaucoup d'entre elles ont survécu à la crise et en sont sorties plus agiles et efficaces.

La baisse des taux d'intérêt pourrait également améliorer les capacités de remboursement de la dette des entreprises. La région ne fait pas exception à la tendance qui prévaut dans le monde d'une inflation contenue et de taux d'intérêt bas. Les principales économies de la région ont entrepris, ou sont en train d'entreprendre, des cycles d'assouplissement de la politique monétaire. Dans de nombreux cas, les taux d'intérêt atteignent des plus bas historiques, facilités par une inflation elle-même historiquement faible. Une situation qui résulte également de la croissance atone.

Certains des pays de la région, comme le Pérou et la Colombie, sont passés d'une économie à faible revenu à une économie à revenu moyen. Une telle transition peut entraîner une croissance économique en glissement annuel et nous considérons que, à ce stade, la faible croissance est le principal défi pour la région. Face à de fortes inégalités, le mécontentement et l'instabilité devraient perdurer.

TABLEAU 9 : PRINCIPAUX CHIFFRES MACROÉCONOMIQUES, NOVEMBRE 2019

	Inflation GA (%)	Taux d'intérêt de référence (%)	Taux à son plus haut cyclique actuel (%)	Évolution des cours (%)
Brésil	2,5	5,00	14,25	-9,25
Chili	2,1	1,75	5,25	-3,50
Colombie	3,9	4,25	7,75	-3,50
Mexique	3,0	7,75	8,25	-0,50
Pérou	1,9	2,25	4,25	-2,00
Argentine	53,5	64,00	85,00	-21,00

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Guanajuato, Mexique

Les prix de la dette en dollar US ont récemment montré une remarquable résilience aux turbulences politiques dans certains pays. En octobre, les tensions entre le président chilien Sebastián Piñera et le Congrès ont atteint un nouveau sommet. Sur fond de mécontentement populaire, le Chili a été touché par des manifestations et des émeutes. Les *swaps* de défaut de crédit du pays ont continué de s'échanger dans le bas de la fourchette des niveaux historiques. Jusqu'à présent, les prix des obligations ont affiché des corrections limitées. Même au Mexique, où la première année de mandat du gouvernement actuel a été marquée par une diminution de la confiance des investisseurs et de la croissance économique, les marchés se sont focalisés sur l'inclination du gouvernement pour l'austérité fiscale et la probabilité d'approbation de l'accord commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (AEUMC).

Aux niveaux actuels, nous continuons d'observer le ratio risque/rendement de cette classe d'actifs, en privilégiant la qualité des notations de crédit et en accordant une attention spéciale à l'effet de plafonnement lié aux *ratings* souverains.

Nous considérons que la compression des *spreads* est en grande partie derrière nous en Asie, si bien que toute hausse de prix devrait être contenue. Ainsi, la dette émergente devrait principalement être une histoire de portage en 2020.

Notre degré de conviction sur les obligations de l'Amérique latine est relativement supérieure à celle des obligations asiatiques en termes d'allocation régionale. En ce qui concerne les obligations à haut rendement asiatiques, nous privilégions les sociétés chinoises du secteur immobilier à faible bêta, en relatif aux autres secteurs (Tableau 10).

TABLEAU 10 : POSITIONS CLÉS DE LA DETTE DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Remboursement obligations Asie	Surpondéré	Neutre	Sous-pondéré	Remboursement obligations Latam	Surpondéré	Neutre	Sous-pondéré
<i>Investment Grade</i>			●	<i>Investment Grade</i>	●		
<i>High yield</i>	●			<i>High yield</i>		●	
Entreprises	●			Entreprises	●		
Souveraines			●	Souveraines			●
Dollar US	●			Dollar US	●		
Devise locale			●	Devise locale			●

Source : Indosuez Wealth Management.

CROISSANCE DES BÉNÉFICES ET VALORISATIONS EN ASIE

L'année 2019 a été volatile pour les marchés d'actions, et notamment dans les pays de l'Asie émergente. Si l'on se penche sur l'indice MSCI All Country Asia ex Japan, le premier trimestre a enregistré une performance positive de 11,2 %, alors que le deuxième trimestre a affiché une perte de 1,6 %, le troisième, une perte de 5,5 %¹⁸ et le dernier trimestre un rebond significatif.

Cette année a été marquée par une incertitude à la fois persistante et menaçante sur la conclusion d'un accord entre les États-Unis et la Chine. Une situation qui a porté préjudice à la confiance des investisseurs mondiaux vis-à-vis de la Chine. Néanmoins, le gouvernement chinois a pris des mesures politiques contracycliques proactives afin de soutenir la croissance et la stabilité de l'économie domestique. En tant qu'investisseurs en actions, notre stratégie sur les actions asiatiques reste surpondérée sur la Chine.

Il est essentiel, voire vital, d'analyser le flux d'actualités en provenance et à destination de la Chine ou des États-Unis et de faire la part des choses entre les faits, les rumeurs ou la fiction, mission que les investisseurs en actions se doivent d'accomplir afin de prendre des décisions d'investissement avisées. Dans ce contexte, nous pensons que les actions chinoises, à l'heure actuelle, offrent un profil rendement/risque attrayant pour les investisseurs à long terme.

Les actions chinoises ont apporté la preuve de leur résilience en 2019 (en novembre), contrairement à d'autres marchés d'actions asiatiques tels que l'Inde ou la Thaïlande (Graphique 18). À compter de début novembre 2019, les actions chinoises (indice MSCI China) n'ont affiché quasiment aucune révision à la baisse sur 6 mois de leurs prévisions de bénéfices pour la totalité de l'année 2019¹⁹. Le consensus actuel parmi les analystes prévoit une croissance du BPA de 16,1 % pour la totalité de l'année 2019 (indice MSCI China), soit 0,1 point de pourcentage de plus que les prévisions de mai 2019. La situation est différente pour l'Inde, qui a connu une révision à la baisse de 7,7 points de pourcentage pour la même période, ou pour la Thaïlande, qui a essuyé une révision à la baisse de 10,9 point de pourcentage sur la même période²⁰.

En Asie, le principal contributeur à la performance reste la Chine compte tenu de la résilience de la croissance des entreprises des secteurs de l'e-commerce et des biens de consommation. La Chine offre la croissance des bénéfices la plus élevée et la plus résiliente de la région, grâce à une croissance de plus en plus soutenue par la consommation domestique. Ce changement de moteurs économiques dans l'Empire du milieu, des exportations à la consommation domestique, constitue une tendance majeure à long terme offrant de nombreuses opportunités d'investissement dans de nouveaux secteurs économiques, de l'e-commerce à la 5G, aux jeux en ligne, et même dans l'éducation et la santé. Au troisième trimestre 2019, les bénéfices des entreprises chinoises n'ont été que très légèrement revus à la baisse grâce à une consommation des ménages résiliente.

SECTEURS

En termes sectoriels, en Chine, la consommation discrétionnaire, la consommation de base et la santé ont enregistré les plus fortes croissances des bénéfices avec des révisions en hausse des BPA en 2019, contrairement à des secteurs plus anciens de l'économie, tels que la finance ou les services aux collectivités²¹. Ceci contribue à notre préférence actuelle pour les entreprises positionnées dans les nouvelles tendances économiques et de consommation en Chine. Les ventes toujours robustes et la croissance des bénéfices des secteurs liés à la consommation ont montré que la transformation des activités, la montée en gamme progressive et l'innovation restent les principaux vecteurs de bénéfices, en aidant les fournisseurs de biens de consommation chinois à se démarquer sur fond d'incertitudes macroéconomiques. Dans le secteur de la santé, les réformes sectorielles nationales sont essentielles pour accélérer la consolidation du marché et devraient être très profitables aux leaders du secteur proposant innovation de pointe et services de qualité.

Nous pensons que les valorisations des actions vont rester favorables en Chine : l'indice MSCI China se négocie actuellement à 11,3 fois son ratio cours/bénéfices (PER calculé sur une base prévisionnelle de 12 mois), soit 15 % de moins que sa moyenne à long terme (13 fois)²². À titre de comparaison, la région Asie hors Japon se négocie actuellement à 13 fois son PER (sur une base prévisionnelle de 12 mois)²³ ce qui rend selon nous les actions chinoises plus attrayantes actuellement que la plupart des autres marchés d'actions asiatiques (Graphique 19). C'est le cas pour les actions chinoises H et A. Les actions H sont des actions chinoises négociées à la bourse de Hong Kong, tandis que les actions A sont des actions domestiques négociées sur les Bourses de Chine continentale (Shanghai et Shenzhen).

Les modifications structurelles apportées aux marchés financiers de la Chine et le faible niveau d'exposition des investisseurs étrangers devraient soutenir l'attrait des actions chinoises à moyen et à long terme. Le soutien politique budgétaire et monétaire intérieur, l'ouverture des marchés financiers, les flux de capitaux positifs consécutifs à l'inclusion des actions A à l'indice MSCI combinés aux valorisations attrayantes continuent de conforter notre appréciation du marché d'actions de la Chine et de Hong Kong.

En 2020, les révisions de bénéfices et la visibilité seront les principaux facteurs à surveiller. Nous pensons que les secteurs à forte croissance des bénéfices en Chine seront la consommation discrétionnaire, la consommation de base, la santé et l'informatique.

18 - Bloomberg, données en USD.

19 - FactSet, novembre 2019.

20 - EPS growth and 6-month EPS estimate change revisions for the year 2019, FactSet, 6 novembre 2019.

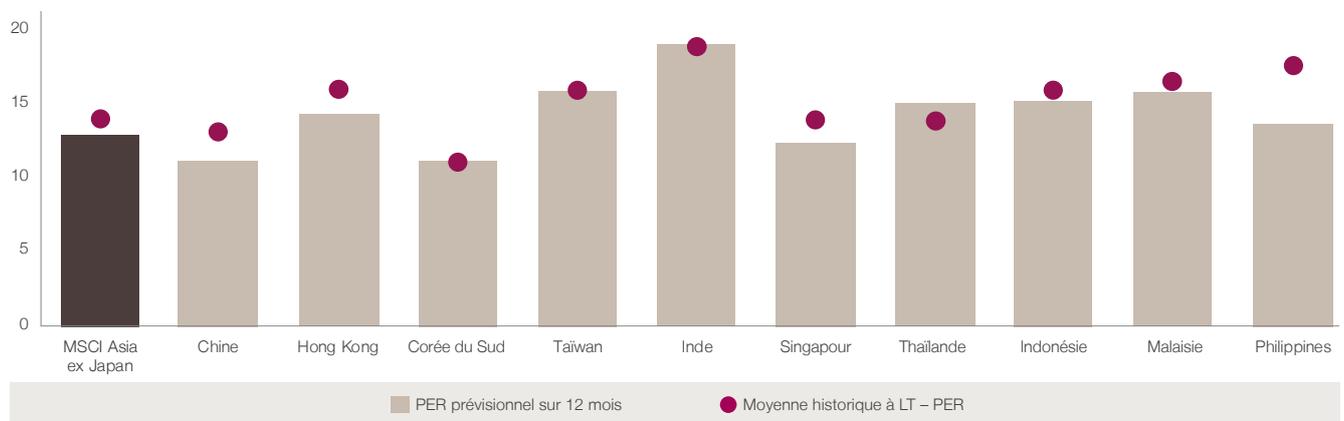
21, 22, 23 - FactSet, novembre 2019.

Le secteur de la consommation discrétionnaire (et en particulier l'e-commerce) devrait rester le principal vecteur de croissance compte tenu de son évolution robuste, que ce soit en termes de chiffre d'affaires ou de résultat net, de la croissance résiliente du volume brut de marchandises (VBM) alors qu'une meilleure gestion du bilan et un contrôle amélioré des coûts devraient continuer de renforcer la rentabilité des capitaux propres (ROE). La santé et la consommation de base sont également privilégiées compte tenu du fort soutien de la politique intérieure et des réformes sectorielles. Nous restons sélectifs dans le secteur de l'informatique tout en privilégiant les leaders du marché et les avancées technologiques telles que la croissance tirée par la demande séculaire des composants optiques et des investissements dans le cloud/les centres de données. Les bénéfices du secteur informatique ont déjà commencé à montrer des signes positifs depuis septembre 2019, ce qui est de bon augure pour une reprise en 2020. En dépit des perturbations de la fabrication et des exportations liées aux tensions commerciales

entre les États-Unis et la Chine, le rééquilibrage économique de l'Empire du Milieu, entraîné par la consommation, ainsi que les réformes structurelles, continuent de progresser, et les investissements dans les infrastructures devraient s'accélérer au titre des mesures contracycliques prises par le gouvernement chinois.

Nous adoptons un positionnement plus prudent vis-à-vis des actions indiennes en raison des valorisations élevées, de l'absence de décote par rapport aux valorisations moyennes à long terme et des catalyseurs potentiellement peu nombreux à court terme. Nous sous-pondérons les pays de l'ASEAN (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) dans son ensemble, tout en maintenant un positionnement neutre à surpondéré aux actions de Singapour, principalement en raison de leur résilience et de leurs rendements du dividende plutôt attractifs (dans le secteur financier en particulier). Globalement, la sélectivité reste un élément clé au sein d'un portefeuille d'actions asiatiques.

GRAPHIQUE 18 : VALORISATIONS DES ACTIONS EN ASIE, PER HISTORIQUE ET PRÉVISIONNEL 12 MOIS



Sources : Factset, novembre 2019, Indosuez Wealth Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

GRAPHIQUE 19 : MSCI CHINA, CROISSANCE DU BPA ESTIMÉE SUR 12 MOIS, ET PER PAR SECTEUR



Sources : Factset, novembre 2019, Indosuez Wealth Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Atlanta, Géorgie, États-Unis

PRUDENCE SUR LES DEVICES ÉMERGENTES

La décision prise en 2019 par la Réserve fédérale américaine de mettre en œuvre un programme d'augmentation de son bilan pourrait constituer le déclencheur attendu par les marchés émergents. Avec la troisième baisse de taux de la Fed, les devises à bêta plus élevée nous paraissent plus attractives en valeur relative. Nous allons peut-être prochainement assister à l'épuisement de la hausse du dollar US compte tenu du contexte politique incertain aux États-Unis. Dans ce cas, cela favorisera certaines devises étrangères émergentes à haut rendement (EMFX). Dans les derniers cycles de ce type, quand les pays d'Amérique latine et d'Asie, largement dépendants de la dette en dollar US, ont été capables de se refinancer à des niveaux maîtrisables, la croissance de leur PIB est restée soutenable et leurs devises ont surperformé l'USD en intégrant le portage net. Une situation qui pourrait se répéter, mais pas de manière généralisée et qui pourrait profiter à tous de façon égale.

Dans la période récente, le dollar US a été soutenu par une croissance solide, des afflux d'investissement étrangers directs vers des marchés d'actions qui ont atteint des niveaux record et des rendements réels attractifs. Ces attributs ont largement compensé les fondamentaux sous-jacents susceptibles de jouer un rôle néfaste.

Aujourd'hui nous soulignons la politique budgétaire non soutenable aux États-Unis, la procédure de destitution du président en cours et le positionnement plus accommodant de la Fed, alors que le risque semble diminuer partout ailleurs, notamment celui d'un Brexit sans accord. Par conséquent, il est peut-être temps de regarder si l'herbe est plus verte et relativement moins chère ailleurs.

SURPRISE POUR LE ROUBLE

Fait surprenant, la devise la plus forte depuis le début de l'année 2019, suivant immédiatement la performance remarquable des métaux précieux, a été le rouble russe, qui a enregistré un rendement élevé en dépit des sanctions durables. La Russie a réussi à forger des alliances solides au Moyen-Orient et avec son voisin chinois en désorganisant favorablement la chaîne d'approvisionnement traditionnelle en sa faveur.

Les investissements conjoints massifs dans les infrastructures portent désormais leurs fruits, puisqu'ils permettant un approvisionnement énergétique plus efficace, ce qui permet à la Russie de se passer purement et simplement du dollar US. Ce développement a contribué à la croissance du PIB russe de 2,3 % en 2018, dépassant les attentes, même si 2019 ne devrait pas avoisiner ce chiffre. Les réserves tout à fait satisfaisantes de devises de la banque centrale, un taux de dépôt élevé associé à un excédent de la balance courante de 7 % du PIB en 2018 devrait maintenir le rouble dans son rôle de devise de diversification à considérer.

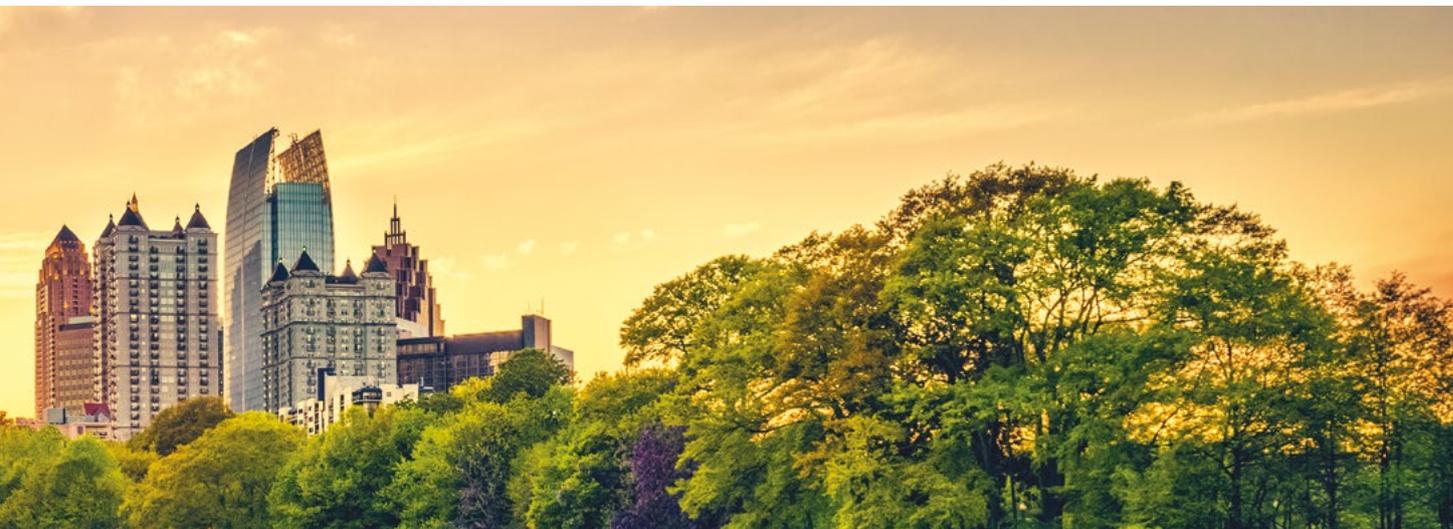
BALANCES COURANTES

En tant que bloc monétaire, l'Asie devrait en théorie être parfaitement prête à bénéficier d'un sommet imminent du dollar US, et notamment les pays affichant un excédent de la balance courante. Tout dépendra *in fine* du relâchement des tensions commerciales. Des discussions constructives, mais non suivies d'action, ne suffiront pas à susciter l'intérêt au niveau de la sélection de titres en devises asiatiques locales qui ont suivi le renminbi chinois dans sa baisse en 2019.

La Banque populaire de Chine, bien que combattant fortement les sorties de capitaux domestiques naturelles du yuan chinois (CNY), n'en a pas moins autorisé une infraction du seuil de résistance psychologique de 7,00 CNY le dollar US, qui a entraîné avec lui toutes les parités de devises asiatiques.

Il est trop tôt pour émettre un verdict concernant une reprise des devises asiatiques. Les taux d'intérêt ont été fortement abaissés afin de faciliter les exportations et tous les effets récessionnistes de flux commerciaux en baisse. Singapour, noté AAA, par exemple, est confronté à une croissance nulle compte tenu des 70 % de dépendance de son PIB vis-à-vis des exportations.

Nous craignons que la reprise de la région soit lente et au mieux variable jusqu'à ce que le commerce international puisse rebondir de façon généralisée et sans barrières douanières, au-delà d'un accord de phase 1, annoncé tambour battant. La roupie indonésienne à haut rendement pourrait être un gagnant surprise au détriment de ses homologues régionaux.



Nous adoptons un positionnement prudent vis-à-vis de la lire turque et du rand sud-africain à haut rendement, caractérisés par des déficits élevés, car la situation fiscale des deux pays devrait encore se détériorer et les taux d'intérêt devraient continuer de se contracter.

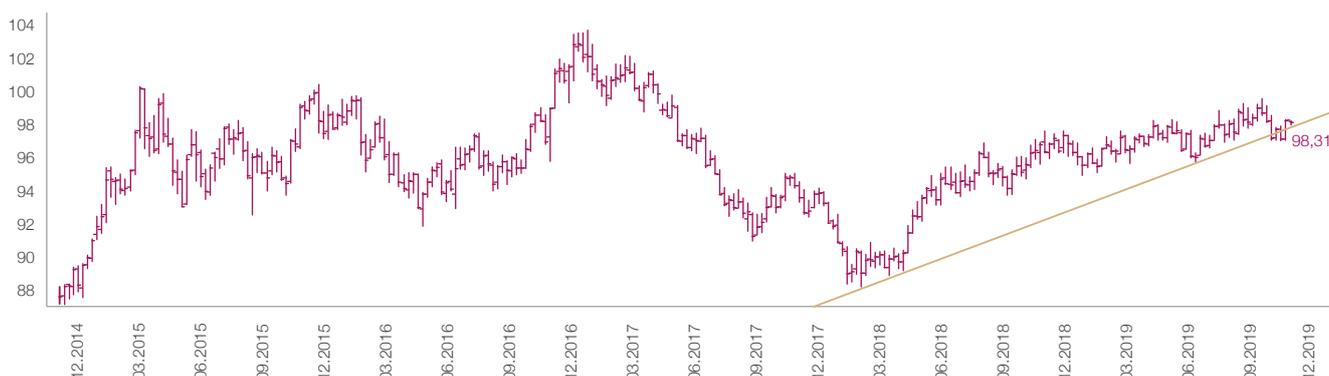
Cela nous conduit par élimination à nous pencher sur le cas de l'Amérique latine, même si notre boule de cristal ne montre pas une répartition homogène des perspectives sur le continent. Le Venezuela et l'Argentine ne cochent aucune case. En Amérique latine, la taille change la donne et circonscrit notre intérêt au Mexique et au Brésil. Le peso mexicain a perdu progressivement l'attrait présenté par son portage élevé auprès des investisseurs, qui s'inquiètent toujours de la mise en œuvre trop longue des réformes alors que le président Andrés Manuel Obrador reste obstinément attaché à prendre des mesures de réduction du déficit austères au détriment de mesures de relance.

En revanche, le Brésil est bon marché actuellement par rapport au dollar US. Nous restons prudemment optimistes sur le real brésilien en raison d'épisodes de faiblesse, comme la chute actuelle due à l'intérêt étranger décevant au cours de l'enchère des droits de forage pétrolier. Notre vision positive repose sur

l'opinion à long terme que le gouvernement du Brésil est suffisamment compétent pour mettre en place un programme de réforme ambitieux que le Congrès et le Sénat sont favorables à ces réformes, et que l'électorat brésilien en reconnaît l'utilité et y adhère. La Banque centrale a accumulé des réserves abondantes qui vont permettre au pays de se protéger contre les périodes de faiblesse proches du niveau attractif de 4,25 BRL par rapport à l'USD.

Étant donné que la Fed a clairement changé de politique en 2019, passant de la réduction de son bilan et de la hausse des taux d'intérêt à une politique inverse, la surperformance du billet vert risque d'être de l'histoire ancienne en 2020. Cette phase ne devrait pas être soudaine, car le FOMC marque désormais une pause dans la politique des taux. Mais même une stabilisation du billet vert pourrait favoriser certaines devises émergentes à haut rendement disposant d'un contexte budgétaire et d'une balance courante plus élevés. Nous suggérons aux investisseurs en dollars US de diversifier leurs investissements vers le rouble russe et le real brésilien, et éventuellement le yuan chinois et la roupie indonésienne, si et quand l'impasse commerciale sera réglée avec plus de certitude.

GRAPHIQUE 20 : INDICE USD (1973=100)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

SYNTHÈSE DE NOS VUES

Après une année 2018 caractérisée par l'escalade de la guerre commerciale, le resserrement de la politique monétaire américaine, et un contexte de marché très favorable au dernier trimestre, 2019 n'avait pas démarré sous les meilleurs auspices pour les marchés émergents. En dépit de ce contexte et du ralentissement général de la croissance, plusieurs classes d'actifs émergentes ont réalisé une performance remarquable, ce qui prouve une fois de plus que la situation macroéconomique n'est pas le seul principe directeur de l'allocation d'actifs.

Certains fonds investis dans les actions chinoises domestiques ont surperformé la plupart des marchés d'actions au milieu de l'année 2019, alors que les obligations émergentes ont réalisé une performance presque à deux chiffres sur fond de baisse des taux d'intérêt à long terme et de resserrement des *spreads*. Plusieurs autres facteurs spécifiques ont contribué positivement à la performance du marché, tels que la réforme des retraites au Brésil et de l'impôt sur les sociétés en Inde. La dispersion a progressé sur fond de chocs asymétriques et de déséquilibres affectant principalement des pays tels que l'Argentine, le Venezuela et la Turquie.

Selon nous, la croissance du PIB des marchés émergents devrait se stabiliser vers ou au-dessus de 4,5 % en 2020, un niveau nettement plus élevé que celui des marchés développés. La croissance asiatique va continuer de dépasser celle de l'Amérique latine, de l'Europe de l'Est ou du Moyen-Orient, même si elle ralentit en Chine et en Inde. Au-delà des facteurs structurels mis en exergue dans le présent scénario, la croissance des marchés émergents en 2020 pourrait être alimentée par plusieurs catalyseurs positifs : un environnement monétaire globalement favorable, un affaiblissement potentiel des tensions commerciales, une propension à adopter des mesures de stimulation fiscale et des réformes structurelles supplémentaires.

La politique monétaire devrait rester majoritairement accommodante, en raison de l'inflation plus faible. En particulier, une Fed accommodante exerce moins de pression sur les flux de capitaux, ce qui reflète les principaux facteurs de risque à suivre en 2020.

Nous allons garder un œil sur la soutenabilité à long terme d'une panoplie de mesures dans les économies émergentes, en raison d'un déficit supérieur et d'une dette en augmentation en Chine, par exemple. La croissance de l'endettement total observée lors de la décennie passée n'est pas soutenable à long terme. La situation semble gérable à l'heure actuelle compte tenu de l'épargne solide, d'une réserve de devises étrangères saine et de la coordination macro prudentielle entre le gouvernement et la banque centrale.

Malheureusement, cela n'est pas vrai partout. À court terme, nous pensons que certains pays d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine occuperont le devant de la scène, en raison de la croissance inférieure de leur PIB, de la faiblesse de leur balance courante, de leur dépendance accrue vis-à-vis des capitaux étrangers et de leurs réserves de change limitées. Par conséquent, la sélectivité reste de mise.

Dans ce contexte de croissance modérée, mais de faible probabilité de récession, nous restons globalement optimistes, mais également sélectifs concernant les classes d'actifs émergentes. La performance supérieure des actions prévue dans ces pays à moyen terme, conjuguée à des valorisations inférieures à celles des marchés développés, devrait être favorable. Cependant, il faudra surveiller certains risques structurels. Dans un environnement de taux d'intérêt bas à long terme dans les marchés matures, nous estimons que la prime de rendement sur la dette émergente en USD devrait continuer d'attirer les capitaux. Toutefois, les catalyseurs comme la compression des *spreads* et à l'assouplissement monétaire sont pour la plupart derrière nous, surtout en Asie où les *spreads Investment Grade* sont de plus en plus étroits.

Les devises émergentes se négocient à un niveau plus faible qu'au cours des 5 dernières années. Par ailleurs, une hausse et une baisse potentielle du dollar US pourraient théoriquement être favorables aux devises émergentes. Mais compte tenu de l'assouplissement monétaire dans les marchés émergents et des incertitudes et déséquilibres persistants, il est selon nous trop tôt pour prendre une position longue en devises émergentes pour les investisseurs en USD ou en EUR, à l'exception des monnaies brésilienne et chinoise. En dépit du différentiel de rendement, nous continuons de privilégier la dette émergente en dollar US à celle en devise locale.

Les actions émergentes devraient enregistrer une croissance des bénéfices proche de 10% et générer un rendement du dividende soutenable en 2020, tout en se négociant avec une décote par rapport aux marchés matures. Un arbitrage progressif de la dette émergente en faveur des actions semblerait logique dans ce contexte. Au sein de cet univers, nous continuons d'identifier des opportunités plus nombreuses parmi les actions domestiques chinoises, en particulier les entreprises qui bénéficient de tendances à long terme, telles que l'émergence de la classe moyenne, l'accélération de l'innovation ou les infrastructures reliées à la nouvelle Route de la soie. Les actions chinoises domestiques offrent actuellement le choix le plus intéressant en termes de croissance des bénéfices et de valorisation.

Les facteurs de risque à suivre concernant les marchés émergents en 2020 sont relativement similaires à ceux de 2019, avec une accélération de la politique monétaire américaine, la dynamique du dollar US, les perspectives relatives au commerce, la stabilisation de la croissance en Chine et les risques géopolitiques. Les catalyseurs positifs jouant sur ces facteurs pourraient susciter un rééquilibrage dans les actions émergentes de la part des investisseurs mondiaux en 2020.



Istanbul, Turquie



Francfort, Allemagne

TABLEAUX DE PERFORMANCES

TABLEAU 11 : PERFORMANCE ANNUELLE DES MATIÈRES PREMIÈRES, DEVICES LOCALES

MATIÈRES PREMIÈRES	2015	2016	2017	2018	2019
Acier (CNY/Mt)	-29,38 %	60,46 %	42,69 %	-8,19 %	-1,91 %
Or (USD/Once)	-10,41 %	8,14 %	13,53 %	-1,56 %	18,31 %
Pétrole brut WTI (USD/Baril)	-30,47 %	45,03 %	12,47 %	-24,84 %	34,46 %
Argent (USD/Once)	-11,51 %	15,84 %	7,23 %	-9,36 %	15,32 %
Cuivre (USD/Mt)	-25,32 %	17,65 %	30,92 %	-17,69 %	3,50 %
Gaz naturel (USD/MMBTU)	-19,11 %	59,35 %	-20,70 %	-0,44 %	-25,54 %

TABLEAU 12 : PERFORMANCE ANNUELLE DES OBLIGATIONS, DEVICES LOCALES

OBLIGATIONS	2015	2016	2017	2018	2019
Emprunts d'État émergents	-12,62 %	6,29 %	12,49 %	-10,62 %	1,88 %
Emprunts d'État américains	1,31 %	1,11 %	1,10 %	1,41 %	5,22 %
Emprunts d'État en euro	1,76 %	1,86 %	0,39 %	0,40 %	3,16 %
Entreprises haut rendement en euro	-0,25 %	8,14 %	4,82 %	-3,37 %	9,55 %
Entreprises haut rendement en dollar US	-5,03 %	15,31 %	6,32 %	-1,48 %	14,65 %
Entreprises émergentes	-6,08 %	7,61 %	2,84 %	-6,89 %	9,11 %

TABLEAU 13 : PERFORMANCE ANNUELLE DES TAUX DE CHANGE, COMPTANT

DEVICES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EUR/CHF	-0,62 %	-15,70 %	-2,71 %	-0,74 %	1,63 %	-1,99 %	-9,54 %	-1,48 %	9,16 %	-3,82 %	-3,55 %
GBP/USD	10,81 %	-3,45 %	-0,44 %	4,58 %	1,86 %	-5,92 %	-5,40 %	-16,26 %	9,51 %	-5,62 %	3,94 %
USD/CHF	-3,13 %	-9,66 %	0,31 %	-2,42 %	-2,46 %	11,36 %	0,78 %	1,69 %	-4,39 %	0,80 %	-1,58 %
EUR/USD	2,51 %	-6,54 %	-3,16 %	1,79 %	4,17 %	-11,97 %	-10,22 %	-3,18 %	14,15 %	-4,48 %	-2,22 %
USD/JPY	2,64 %	-12,80 %	-5,19 %	12,79 %	21,39 %	13,74 %	0,37 %	-2,71 %	-3,65 %	-2,66 %	-0,98 %

TABLEAU 14 : RENDEMENT ANNUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES, DEVICES LOCALES

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
98,14 %	20,89 %	0,00 %	19,42 %	51,46 %	51,66 %	9,93 %	27,92 %	38,71 %	-6,24 %	33,95 %	MEILLEURE PERFORMANCE +
96,71 %	16,99 %	-5,55 %	18,01 %	29,60 %	11,39 %	6,79 %	16,44 %	34,35 %	-9,27 %	27,30 %	
74,14 %	16,36 %	-7,62 %	17,71 %	24,09 %	8,08 %	5,58 %	14,43 %	21,78 %	-10,44 %	23,85 %	
67,89 %	12,78 %	-11,34 %	15,15 %	17,37 %	4,35 %	-0,73 %	9,54 %	20,96 %	-12,48 %	22,72 %	
63,29 %	12,07 %	-18,94 %	14,37 %	14,43 %	2,92 %	-2,74 %	8,57 %	20,83 %	-13,24 %	16,35 %	
27,99 %	9,55 %	-19,16 %	13,40 %	0,61 %	2,23 %	-4,93 %	5,32 %	20,11 %	-16,31 %	14,85 %	
26,98 %	9,00 %	-20,41 %	13,18 %	-5,03 %	-2,71 %	-11,31 %	2,87 %	19,69 %	-16,57 %	14,85 %	
23,45 %	8,63 %	-21,92 %	7,55 %	-7,65 %	-4,62 %	-16,96 %	-1,20 %	19,42 %	-17,80 %	13,31 %	
22,07 %	-0,97 %	-22,57 %	5,84 %	-8,05 %	-14,78 %	-22,37 %	-1,85 %	7,68 %	-18,71 %	12,08 %	
5,63 %	-12,51 %	-25,01 %	5,43 %	-15,72 %	-17,55 %	-32,92 %	-11,28 %	7,63 %	-25,31 %	9,95 %	

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

FTSE 100
 Japon Topix
 MSCI Monde
 MSCI EMEA
 MSCI Emerging Markets
 Stox Europe 600
 S&P 500
 Indice Chine Shanghai
 MSCI Latam
 MSCI Ex Japon



NOS SPÉCIALISTES INTERNATIONAUX

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Vincent Manuel
Global Chief Investment Officer

Dr Marie Owens Thomsen
Global Chief Economist

Dr Paul Wetterwald
Chief Economist

Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA
Chief Economist

RÉDACTEURS ADDITIONNELS

Davis Hall
Head of Capital Markets Asia

Nicolas Mougeot
Senior Cross-Asset Advisor

Boon Ping Oh
Portfolio Manager, Asia Fixed Income

Jennifer Stubbert
Head of Discretionary Portfolio Management

Qian Su
Portfolio Manager, Asia Equities

Gautier Venerati
Portfolio Manager, Asia Equities

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.

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 5 premières banques européennes, 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, 37th 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, 3rd floor, 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 Terhulpesteenweg
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 3666 1200

MONACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
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

BEYROUTH

Al Borj An Nahar bldg.
Martyrs' Square
1107-2070 Beyrouth - Liban
T. +961 1 96 63 00

DUBAÏ

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

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.

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 11e 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 3000.

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 veulent 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 (pb) : 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).

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.

AVERTISSEMENT

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 ou Entités apparentées, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM et CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, ses propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres Entités de Indosuez Wealth Management sont désignées individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Ce document intitulé « Global Outlook » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre d'information.

Habituellement, la Brochure n'est pas destinée à un lecteur spécifique.

La Brochure a été préparée par le Département responsable des marchés, investissements et structures de CA Indosuez (Switzerland) SA (la « Banque »). Il n'est pas considéré comme une analyse financière au regard des directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière. Ces directives ne s'appliquent donc pas à la présente Brochure.

Les informations contenues dans la Brochure reposent sur des sources estimées fiables, mais n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que ces informations sont à jour, exactes ou complètes. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que les projections, estimations, objectifs ou opinions contenues dans le présent document sont exacts, et personne ne devrait s'appuyer dessus. Sauf indication contraire, la date des informations contenues dans le présent document est celle indiquée en première page. Toutes références à des prix ou performances sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs. Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou le revenu des instruments financiers mentionnés dans le présent document si la devise de référence de l'un de ces instruments financiers est différente de la devise de l'investisseur.

La Banque peut avoir émis ou être amenée à émettre d'autres documents entrant en contradiction avec le présent document, ou susceptibles de parvenir à des conclusions différentes. La Banque n'est en rien soumise à l'obligation de s'assurer que ces autres documents sont portés à l'attention des destinataires du présent document. La Banque peut, à tout moment, interrompre la production de ce document ou procéder à sa mise à jour.

La Brochure ne constitue, en aucune manière, une offre ou une invitation de quelque nature que ce soit en vue d'une transaction ou d'un mandat. De même, elle 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. 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 contient des informations d'ordre général sur les produits et services décrits dans les présentes, et qui peuvent présenter certains risques en fonction des produits et services concernés. Ces risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Pour une description complète des produits et services mentionnés dans la Brochure, il est important de consulter les brochures et documents concernés. 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 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.

Les produits ou services mentionnés dans la Brochure peuvent être fournis par les Entités selon ses prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve des licences qu'elles ont obtenues. Ils sont cependant susceptibles de ne pas être disponibles dans toutes les Entités. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier. Les langues dans lesquelles elle est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management. 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. Ces produits et services sont susceptibles d'être soumis à des restrictions concernant certaines personnes ou certains pays. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis d'Amérique et du Canada.

La Brochure est publiée par CA Indosuez (Switzerland) SA pour le compte des Entités du Groupe Indosuez Wealth Management, dont les collaborateurs, experts dans leur domaine, contribuent à la rédaction des articles contenus dans la Brochure. Chacune des Entités met la Brochure à la disposition de ses propres clients, conformément aux réglementations applicables. Nous souhaitons attirer votre attention sur les points spécifiques suivants :

- 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 à l'utilisateur 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 conseillers spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- au Luxembourg : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une institution de crédit située au 39 allée Scheffer L - 2520 Luxembourg, BP1104, L-1011 Luxembourg, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B9198 ;

- en Belgique : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsesteenweg, Bruxelles B-1000, Belgique, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro BE 0534.752.288 ;
- en Espagne : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, Espagne, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro CIF W-0182904 C ;
- en Italie : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., dont le siège social est sis Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques géré par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, code fiscal et Chambre de Commerce de Milan, Registre du Commerce de Milan et numéro d'identification TVA 0953535880158, numéro R.E.A. MI-130101064 ;
- 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^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341 ;
- en Suisse : cette publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1206 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, autorisées et réglementées par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Cette publication provient du Département Advisory de CA Indosuez (Switzerland) SA. Cette publication est un document marketing et ne constitue pas le produit d'analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance de l'analyse financière. Ces directives ne sont dès lors pas applicables à cette publication ;
- à Hong Kong RAS : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th 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 ;
- au Liban : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg, 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beyrouth, Liban. La Brochure ne constitue pas une offre et ne représente pas un document marketing au sens des réglementations libanaises applicables ;
- 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 United Arab Emirates. 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 1st Street- Al Muhairiy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates. 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, 37th 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 pouvant être mentionnés dans la Brochure est susceptible de 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 (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée au 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 ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

Nous attirons votre attention sur le fait que l'accès à certains produits et services présentés dans la Brochure peut être restreint ou interdit par la législation de votre pays d'origine, votre pays de résidence ou tout autre pays avec lequel vous avez des liens.

Veillez contacter votre banquier et/ou vos conseillers habituels pour obtenir d'autres informations.

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 31.12.2019.

