

INSIGHT

PERSPECTIVES DE MARCHÉ TRIMESTRIELLES

T4 2020

THÈMES ABORDÉS DANS CETTE PUBLICATION :



RÉPARTITION D'ACTIFS
STRATÉGIQUE MONDIALE



SÉLECTION DE
SÛRETÉS MONDIALES



RÉPARTITION D'ACTIFS
RÉGIONALE



CONSTRUCTION DE
PORTEFEUILLES RÉGIONAUX



Un tout Nouveau Monde

PANORAMA

La pandémie de Covid-19 accélère de grands changements à l'échelle de la planète

ÉTATS-UNIS

L'élection et le temps d'après

SUISSE

A-t-elle besoin d'un fonds souverain ?

ZOOM SPÉCIAL

Universités d'un Nouveau Monde

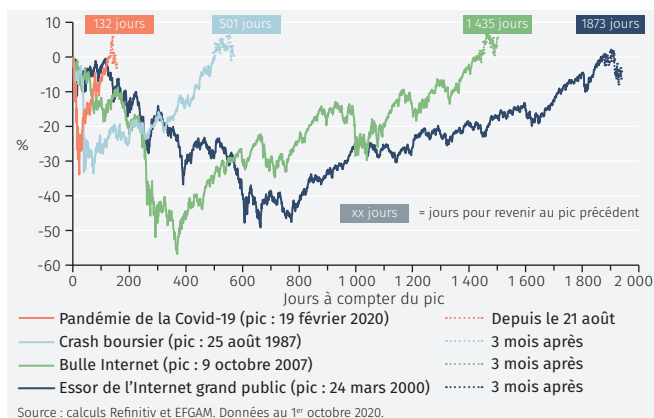
PANORAMA

Le choc subi par l'économie mondiale du fait de la pandémie de Covid-19 va apporter son lot de bouleversements durables. Si certains devraient renforcer des tendances observées avant cette crise, d'autres devraient être inédits puisqu'ils étaient même imprévisibles il y a à peine quelques mois.

Rebond boursier

Le recul des marchés boursiers mondiaux à la suite de la pandémie de Covid-19 et la rapidité de la reprise ont été exceptionnels. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a chuté de près d'un tiers entre fin février et fin mars. Néanmoins, il avait compensé toutes ces pertes en août 2020. Jusqu'ici, il a toujours fallu patienter bien plus de temps après des baisses aussi brutales avant d'entrevoir des signaux de reprise (voir graphique 1).

1. Replis et redressements du S&P500

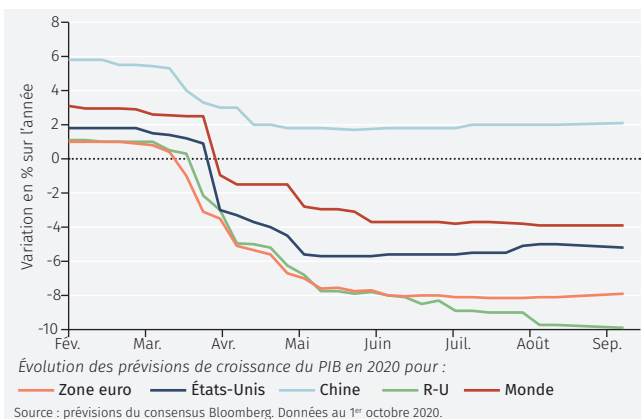


Le marché boursier étant souvent un indicateur avancé (quoique peu fiable) de l'économie, une hausse du marché pourrait être perçue comme un signe encourageant d'un rebond de l'activité. Certains indicateurs, comme les dépenses de consommation de bon nombre d'économies, permettent d'espérer une reprise en V. D'autres indicateurs, comme les voyages internationaux, par exemple, demeurent peu encourageants. A fortiori, le monde d'aujourd'hui a de toute évidence évolué sur plusieurs points capitaux.

Chine : la bulle qui n'éclate jamais

Plusieurs tendances déjà observées se sont intensifiées. L'une d'elles est le rôle de premier plan joué par la Chine dans la croissance économique mondiale. Jalouée en occident, la Chine s'est remise de son épidémie de la Covid-19 avec bien plus de brio que n'importe quelle autre grande économie. En 2020, la Chine sera l'un des très rares pays à afficher une croissance positive du PIB réel (voir graphique 2). Ce tour de force fait suite à de nombreuses années de scepticisme quant à la durabilité et à la résilience de l'économie chinoise. En 2007, le Premier ministre chinois Wen Jiabao affirmait que « la plus grosse difficulté de l'économie chinoise est sa croissance à la fois instable, déséquilibrée, non coordonnée et non pérenne ». Pourtant, dans un premier temps en réaction à la crise financière mondiale, puis récemment face à la Covid-19, la Chine est parvenue à maintenir le cap vers une croissance soutenue.

2. Prévisions de croissance du PIB mondial pour 2020

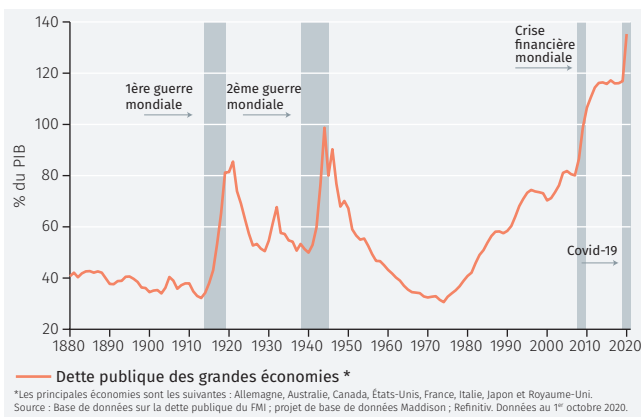


Elle a évité un crash sur le marché de l'immobilier que beaucoup redoutaient à cause d'un endettement excessif. Elle a réduit son excédent de la balance des paiements courants, qui est désormais proche de l'équilibre. Elle a éradiqué la pauvreté rurale. Elle a bien maîtrisé son inflation et sa devise est restée stable. La Chine serait donc « la bulle qui n'éclate jamais » selon une récente étude.¹ Une bulle peut perdurer lorsque le taux de croissance nominal d'une économie (compte tenu de la croissance réelle et de l'inflation) dépasse systématiquement son taux d'intérêt nominal. C'est aujourd'hui ce que l'on observe en Chine, et même depuis de nombreuses années, d'autant plus qu'elle semble partie pour conserver cette tendance au cours des prochaines années.

Une hausse soudaine de la dette publique

Les mesures prises pour lutter contre la pandémie ont conduit à une augmentation soudaine et inattendue du niveau de dette publique. Dans les principales économies développées, la dette est passée à plus de 100 % du PIB (voir graphique 3). Toutefois, nous pouvons appliquer

3. Dette du secteur public



¹ Thomas Orlik, *The Bubble that Never Pops*, Oxford University Press, 2020.

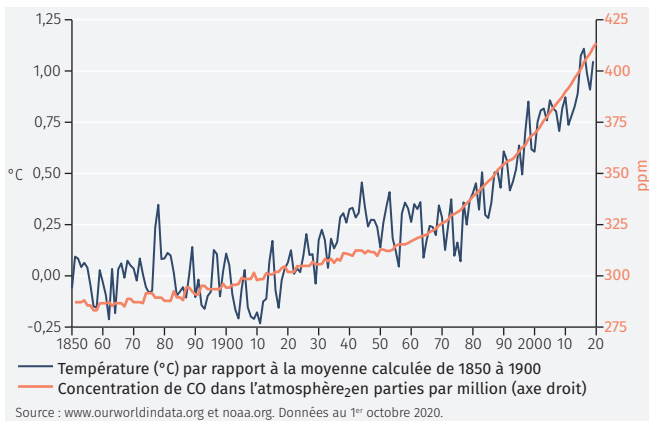
PANORAMA

à la dette publique le même raisonnement qu'à la viabilité économique générale de la Chine. Plus précisément, si le taux d'intérêt appliqué à la dette publique est suffisamment inférieur au taux de croissance nominal de l'économie, les niveaux d'endettement peuvent alors être stabilisés et même se réduire.² Cela s'est déjà produit. Après la Seconde Guerre mondiale, le niveau d'endettement moyen des économies avancées est passé de 90 % à 30 % du PIB, en grande partie en raison d'une croissance nominale plus forte. En ce moment, les taux d'intérêt des économies avancées sont très bas. Ils devraient, selon nous, rester à de bas niveaux pendant un certain temps. Autrement dit, la question essentielle consiste à savoir s'il faut s'attendre à une croissance robuste du PIB réel et à de l'inflation.

Action contre le changement climatique

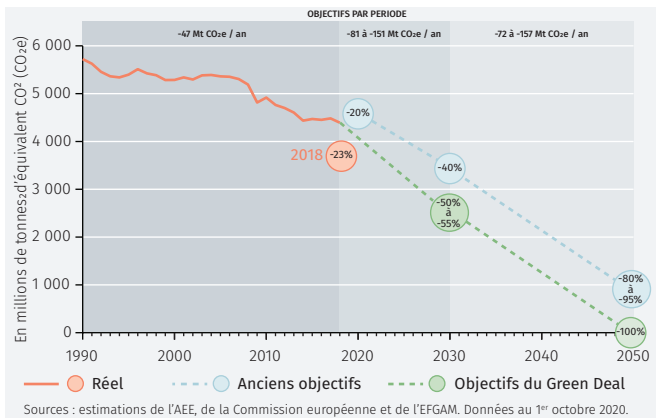
Pour stimuler la croissance, il est envisageable de cibler des investissements publics/privés massifs en matière de lutte contre le changement climatique. Des incendies de forêts australiennes et californiennes, à la fonte du pergélisol sibérien en passant par une saison cyclonique record dans l'Atlantique, l'urgence de cet agenda a été revue à la hausse. En effet, le lien entre l'augmentation des niveaux mondiaux de gaz à effet de serre et le réchauffement planétaire (voir graphique 4) est sans équivoque ; et le fait qu'il s'agit là d'une causalité et non d'une corrélation est désormais largement reconnu.

4. Concentration mondiale de CO2 et réchauffement climatique



Le Green Deal de l'UE vise entre autres à réduire les émissions de carbone de la région de 95 % d'ici 2050 (voir graphique 5). La Chine est désormais résolue à atteindre la neutralité carbone (autrement dit, elle vise zéro émission nette de dioxyde de carbone) d'ici 2060. De nombreux états et villes américains ont adopté de telles mesures. Fait encourageant, les coûts des nouvelles technologies de réduction des émissions, en particulier les énergies solaire et éolienne, et les véhicules électriques, ont été sensiblement réduits. Selon une estimation, l'exploitation intensive de l'actuel éventail d'opportunités de réduction des émissions de carbone ne coûterait « que » 200 à 350 milliards d'euros par an jusqu'en 2030,³ une somme qui paraît aujourd'hui dérisoire comparée aux 9 billions USD d'aides budgétaires débloquées à l'échelle mondiale pour lutter contre la Covid-19.

5. Émission de gaz à effet de serre : tendances et objectifs de l'UE

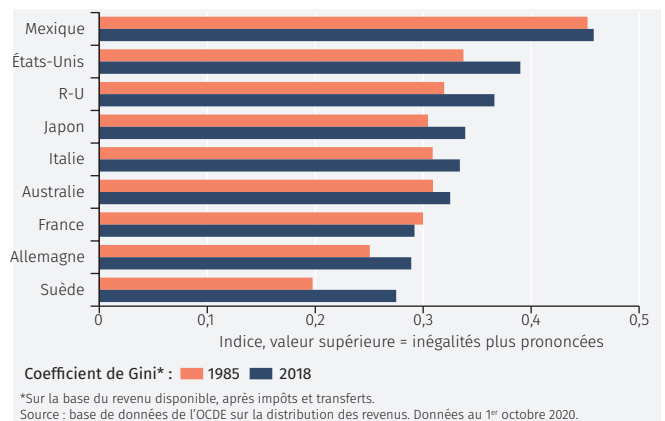


Inégalités

Des inégalités grandissantes de revenus ont été observées dans la plupart des économies développées au fil des dernières décennies (voir graphique 6). Cette évolution s'explique peut-être essentiellement par la mondialisation accrue qui en l'état va de pair avec une réduction des revenus des travailleurs peu qualifiés d'Occident et l'assombrissement de leurs perspectives d'emploi au profit d'une main-d'œuvre meilleur marché disponible en Chine, en Asie émergente et en Europe de l'Est. Grâce à l'augmentation des taux de salaire dans ces économies en développement et à la consolidation des forces antimondialistes, la pression sur les bas salaires observée dans les économies développées pourrait à présent se dissiper. Ces tendances pourraient favoriser les secteurs de la société autrefois grands perdants du sens de la marche de l'histoire. Il est à souligner que le chômage, en particulier pour les populations américaines jeunes, noires et hispaniques, a culminé à des taux supérieurs à 30 % pendant la pandémie. La nouvelle priorité avancée par la Fed américaine consistant à atteindre le niveau d'emploi maximal durable pourrait bien soutenir les perspectives d'emploi et de revenus de ces secteurs en berne.

Selon nous, il pourrait s'avérer difficile de renouer avec les conditions antérieures à la pandémie.

6. Inégalités grandissantes



² Le niveau de la dette sera plus ou moins stabilisé si le déficit budgétaire de l'État (hors paiements d'intérêts) est inférieur à l'écart entre le taux d'intérêt payé sur la dette et le taux de croissance nominal, multiplié par le ratio dette/PIB.

³ McKinsey. <https://www.mckinsey.com/about-us/new-at-mckinsey-blog/a-revolutionary-tool-for-cutting-emissions-ten-years-on>

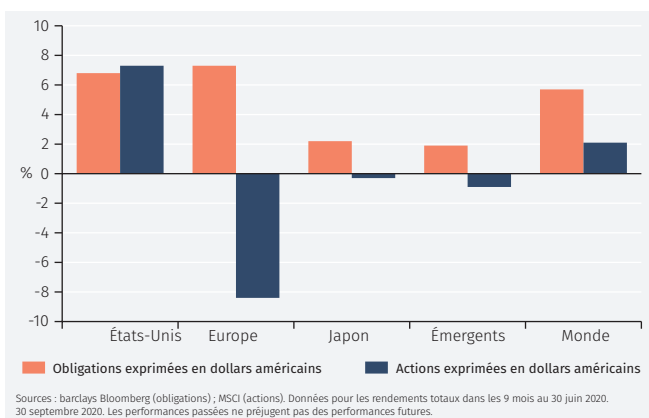
PERFORMANCES DES MARCHÉS FINANCIERS

Au 3^e trimestre 2020, les marchés boursiers mondiaux ont continué de progresser après la forte reprise du deuxième trimestre. Les obligations et actions mondiales ont enregistré des rendements positifs depuis le début d'année jusqu'à fin septembre.

Performances des marchés financiers

Les marchés boursiers mondiaux ont reculé de 2,1 % au premier trimestre 2020 (voir graphique 7) sur la base de l'indice MSCI World en dollars américains. Ces gains traduisent une reprise modeste et soutenue au troisième trimestre de l'année après le solide rebond du 2^e trimestre. Les rendements du marché obligataire mondial ont été supérieurs en atteignant 5,7 %, sur la base de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate.⁴ Les rendements des obligations américaines (mesurés via l'indice Bloomberg Barclays US Aggregate) ont atteint 6,8 % contre 7,3 % pour les obligations européennes. Les obligations des marchés émergents, qui se sont redressées après la piètre performance du premier trimestre, ont enregistré des rendements positifs en dollars américains en cumul annuel à la fin du 3^e trimestre.

7. Rendements du marché des actifs

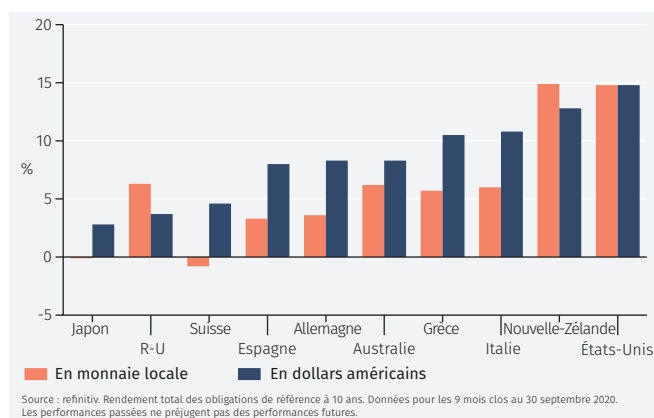


Marchés obligataires

Compte tenu de la baisse générale des rendements sur toutes les échéances, les obligations à plus long terme ont de façon générale dégagé des rendements totaux supérieurs au cours des trois premiers trimestres de l'année. Le rendement total des emprunts publics américains à 10 ans a atteint 14,8 % au cours de cette période (voir graphique 8), par exemple. Les rendements en devises locales des obligations d'État à échéance de 10 ans de la zone euro ont progressé de 3,3 % en Espagne contre 6 % en Italie. Les rendements en dollars américains, stimulés par l'appréciation de l'euro, se sont révélés supérieurs, dépassant 10 % dans le cas de l'Italie. La belle performance des obligations italiennes s'explique essentiellement par leur rachat par la Banque centrale européenne en plus grand nombre qu'auparavant.

Les rendements des emprunts publics à 10 ans ont chuté à 0,2 % au Royaume-Uni à la fin du mois de septembre. On a pu constater une hausse substantielle des nouvelles émissions d'obligations de la part du gouvernement britannique. En temps normal, cette tendance devrait augmenter les coûts de financement, mais elle a été presque totalement compensée par les achats d'obligations de la Banque d'Angleterre.

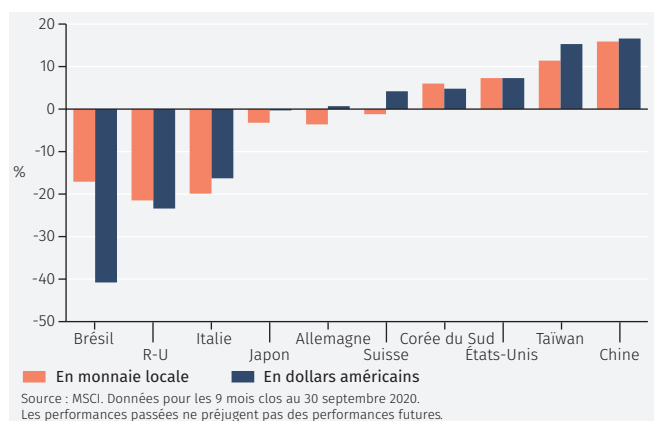
8. Rendements des marchés obligataires



Marchés actions

Sur les marchés boursiers mondiaux, les meilleures performances de 2020 à ce jour ont été observées aux États-Unis et dans 3 pays asiatiques (Chine, Corée du Sud et Taiwan). En Asie, cette reprise traduisait un retour de la croissance économique dopée par les exportations. Aux États-Unis, la vigueur du marché boursier s'explique par la solide performance des secteurs des technologies et de la consommation discrétionnaire. D'autres grands secteurs, notamment ceux de l'énergie et des banques, ont affiché de piètres résultats. Le Brésil, l'une des économies les plus lourdement touchées par la Covid-19, a vu son marché boursier et sa monnaie se replier, enregistrant ainsi l'une des pires performances. Le marché boursier britannique a été fragilisé par l'image du pays entachée par sa mauvaise gestion de la Covid-19, les incertitudes persistantes quant à la question du Brexit et les médiocres résultats dégagés par plusieurs grandes banques et fournisseurs d'énergie.

9. Performances des marchés actions



⁴ L'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond est une référence pour les titres de créance d'entreprises publiques et investment grade provenant d'émetteurs de marchés développés et émergents de 24 pays.

ÉTATS-UNIS

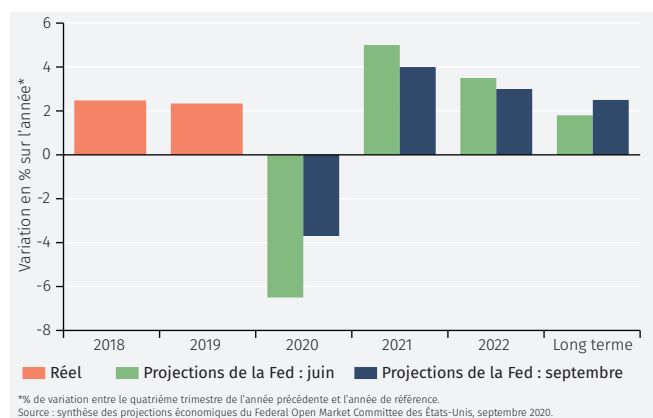
La priorité à court terme des États-Unis est l'élection présidentielle du 3 novembre. Ceci étant, on relève trois enjeux économiques prépondérants en termes de perspectives : la vitesse de la reprise économique, la hausse potentielle de l'inflation, et les perspectives de dette publique.

Élections de novembre

Il est un exercice périlleux que de prévoir l'issue des élections américaines. En 2016, les sondages présageaient à tort la victoire d'Hilary Clinton le jour même du scrutin. Autrement dit, des modèles comme celui de *The Economist*,⁵ qui prédit une nette victoire des démocrates (qui conserveraient le contrôle de la Chambre des représentants ; prendraient le contrôle du Sénat, avec pour président Joe Biden) doivent être considérés avec prudence. Ceci étant, les principaux volets politiques sous contrôle du parti des Démocrates devraient être : des taux d'imposition des sociétés supérieurs ; une politique commerciale moins virulente vis-à-vis de la Chine ; et un élargissement de l'offre de soins de santé. Toutefois, la mise en œuvre de changements dans ces trois volets n'est pas une mince affaire et ces changements seront probablement moins drastiques que ne le suggèrent les grandes annonces de campagne. Si les réductions d'impôts annoncées par Trump en 2018, par exemple, ont à l'époque recueilli un soutien bipartisan, Joe Biden ne s'est pas pour autant retenu de critiquer la politique commerciale de la Chine. Par ailleurs, les changements à apporter en matière de santé sont un problème qui remonte à plusieurs décennies déjà.

Les chances de réélection du président Trump augmenteraient en cas de rebond rapide de l'économie. Une hypothèse qui n'est peut-être pas aussi improbable qu'elle y paraît. Les dernières projections de la Fed suggèrent de bien meilleures perspectives de croissance pour 2020 que quelques mois plus tôt (voir graphique 10). À chaque élection présidentielle depuis 1984, une hausse des cours du marché boursier américain durant les trois mois précédant l'élection s'accompagne d'une victoire du parti sortant, tandis qu'un effondrement des cours annonce sa défaite. Le président Trump espère précisément que l'indice S&P 500 sera supérieur à son niveau du 3 août (3295) le jour du scrutin.

10. États-Unis : Prévisions de croissance du PIB de la Fed

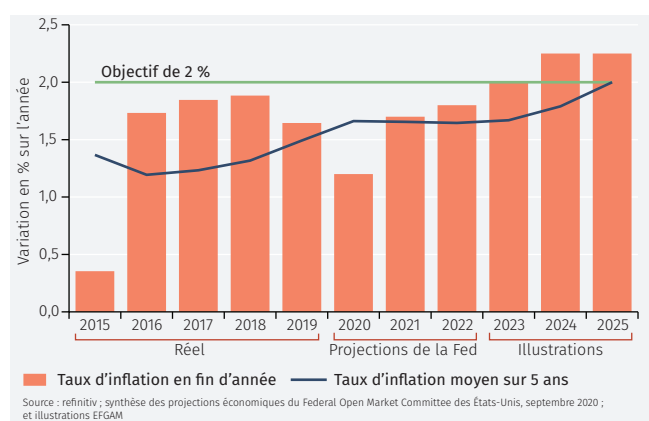


Inflation moyenne

La Fed a annoncé qu'elle chercherait désormais à atteindre une inflation moyenne de 2 % sur plusieurs années. La période précise à prendre en

compte demeure confuse, mais si, par exemple, elle était de cinq ans⁶, il se pourrait alors que ce ne soit pas le cas avant la fin des années 2020 (une courbe est donnée à titre d'exemple au graphique 11). Ce cap présage un maintien des taux d'intérêt directeurs américains à de bas niveaux et la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante pendant un certain temps.

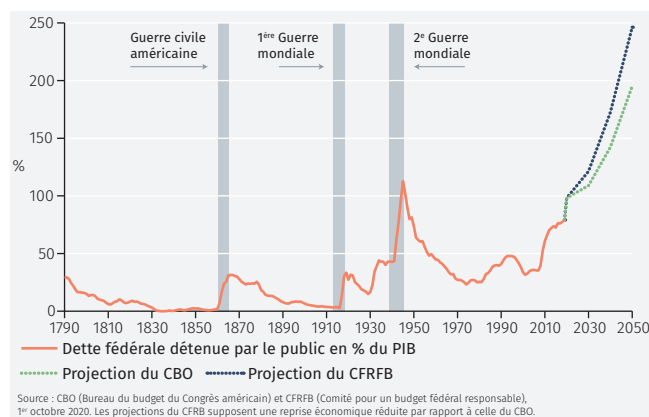
11. Atteindre 2 % d'inflation moyenne



Rendements obligataires et augmentation de la dette publique

L'autre question capitale concerne les perspectives de politique budgétaire, la dette publique américaine et les rendements des bons du Trésor américain. Les rendements à 10 ans, qui atteignaient près de 2 % début 2020, n'étaient qu'à 0,68 % au 1^{er} octobre. La dette publique américaine devant augmenter brutalement (voir graphique 12), son financement demeure un problème. L'aspect positif est que les États-Unis continuent de bénéficier de leur « privilège exorbitant » pour emprunter à des conditions attractives. Néanmoins, si la Fed parvient à porter l'inflation à 2 % et que les taux d'intérêt réels se redressent à mesure du rebond de l'économie, la simplicité des conditions de financement actuelles pourrait s'avérer de courte durée.

12. Projections sur la dette fédérale américaine



⁵ <https://projects.economist.com/us-2020-forecast/president>

⁶ La Fed a clairement indiqué qu'il n'y avait pas de formule numérique. Voir, par exemple, les observations de Charles Evans, président de la Federal Reserve Bank of Chicago, formulées le 22 septembre 2020 lors d'un séminaire virtuel OMFIF.

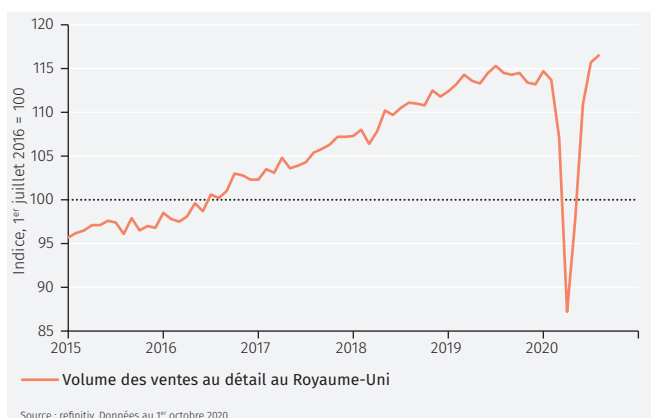
ROYAUME-UNI

La reprise économique britannique a bien progressé. Les questions primordiales du dernier trimestre de l'année consistent à savoir si ces progrès seront interrompus par une deuxième vague d'infections à la Covid-19 et à connaître la feuille de route du Brexit.

Rebond du commerce de détail

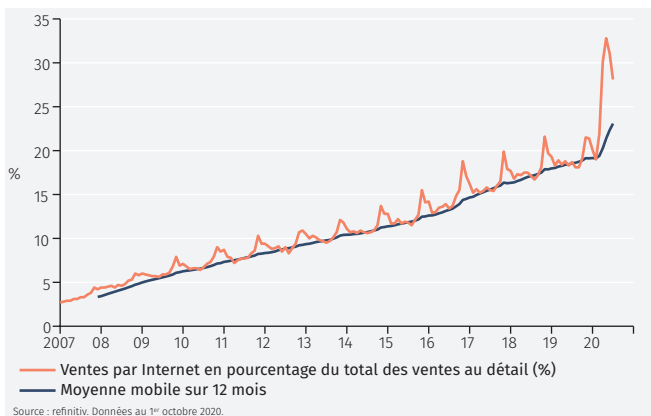
Les ventes au détail sont un indicateur de la reprise économique en V très débattue au Royaume-Uni (voir graphique 13). Le volume des ventes en août était bien au-dessus de celui antérieur à la crise de la Covid-19 et supérieur de 2 % à celui de l'année passée.

13. Reprise en V des ventes au détail



La proportion des ventes réalisées en ligne a augmenté pour atteindre plus du quart de la valeur totale (voir graphique 14). Cette dernière semble susceptible de s'inscrire dans une tendance permanente, avec des répercussions sans équivoque sur le commerce de détail. La dynamique des ventes au détail traduit en partie une réaffectation des dépenses vers d'autres secteurs, comme la restauration et les voyages à l'étranger (qui ne sont pas pris en compte dans l'évaluation). Le trafic aérien court-courrier du Royaume-Uni via Heathrow en août était inférieur au tiers des niveaux de 2019 ; les vols long-courriers ne représentaient que 7 % du total de l'année précédente.⁷ La reprise de ces deux types de voyages reste lente et pourrait prendre plusieurs années (pour ne pas dire une éternité) avant de revenir aux niveaux antérieurs à la crise. Ces différentes tendances ont débouché sur une meilleure balance

14. Basculement vers la vente en ligne pour le commerce de détail au Royaume-Uni



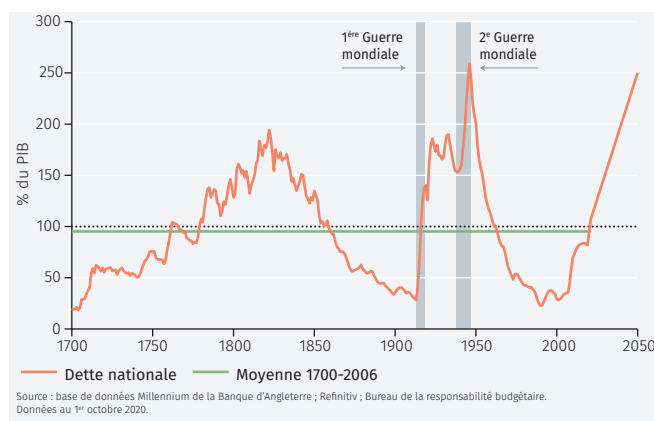
⁷ Source : Gridpoint Consulting ; 1^{er} octobre 2020.

commerciale pour le Royaume-Uni par rapport à l'année passée : les importations de marchandises ont diminué bien plus fortement que les exportations. Quant aux exportations de services (en particulier, de services financiers), elles ont augmenté parallèlement à la baisse des importations. L'amélioration de la balance commerciale tend à soutenir la valeur de la livre sterling, qui s'est en effet appréciée par rapport au dollar américain, passant de 1,14 USD/£ au moment du confinement du Royaume-Uni le 23 mars à 1,28 USD/£ au 1^{er} octobre.

La dette nationale est à plus de 2 billions de livres sterling

Les mesures prises face à la Covid-19 ont eu un énorme effet délétère sur les finances publiques. La dette totale du secteur public a dépassé les 2 billions de livres sterling en juillet 2020, soit un niveau supérieur au niveau du PIB nominal (voir graphique 15). Ce niveau d'endettement augmentera vraisemblablement davantage au cours des mois à venir, d'autant plus que la tendance à long terme est encore plus préoccupante. Il devrait représenter deux fois et demie le niveau du PIB d'ici 2050, selon les dernières prévisions de l'*Office for Budget Responsibility*. Cette situation est principalement due au vieillissement de la population, qui donne lieu à des versements de prestations sociales et de santé supérieurs d'une part, et à des chiffres d'immigration réduits d'autre part (les immigrants contribuent en général au solde positif des finances publiques). Les prévisions supposent des impôts inchangés dans l'ensemble en tant que part de l'économie, hypothèse qui pourrait indubitablement paraître irréaliste en pareilles circonstances.

15. Dette nationale britannique



Perspectives post-Brexit

La souplesse, dont le gouvernement britannique devrait faire preuve et le passif de l'UE en matière de compromis de dernière minute nous laissent à penser qu'une solution devrait être négociée sur la question Brexit d'ici la fin d'année. Cela ne signifie pas pour autant qu'un accord exhaustif sera conclu. Il est plus vraisemblable que les grandes lignes seront convenues dans un premier temps, puis que des conditions plus approfondies seront négociées au cours des mois et années à venir. Une période de turbulences à court terme pourrait donc être inévitable, mais comparée au choc de la Covid-19, elle ne sera probablement pas aussi grave que beaucoup le craignent.

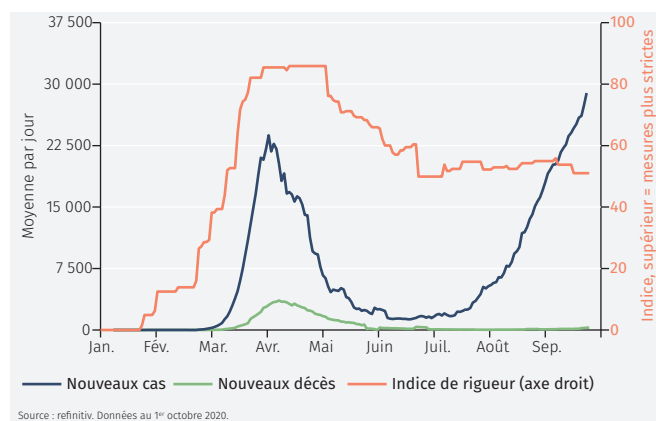
ZONE EURO

En dépit d'une deuxième vague de cas de Covid-19, il souffle comme un vent d'optimisme sur les perspectives de l'économie de la zone euro alors que nous entamons le dernier trimestre de l'année. Sur les marchés financiers, les écarts de rendement sont maintenus à de bas niveaux, ce qui est un signe encourageant.

Deuxième vague

Une deuxième vague de cas de Covid-19 a commencé à déferler dans la zone euro en septembre (voir graphique 16) et elle devrait se maintenir jusqu'au 4^e trimestre. En Allemagne, où la première vague a parfaitement été endiguée, la chancelière Merkel a annoncé que le nombre de cas quotidiens devrait augmenter jusqu'à 19 000 d'ici la fin de l'année. La France et l'Espagne ont connu les plus grandes hausses de cas, alors que l'Italie a enregistré la plus faible hausse. Les explications sur ces variations de cas d'un pays à l'autre sont complexes, mais du moins, dans le cas de l'Italie, elles semblent s'expliquer par une forte adhésion des citoyens aux mesures de santé publique adoptées (en particulier le port du masque).

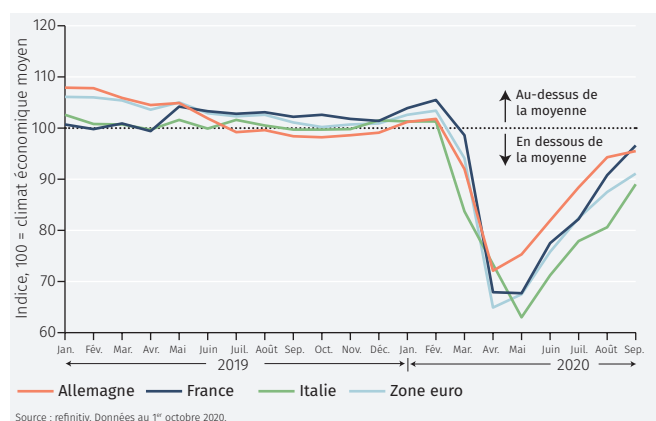
16. Covid-19 : Allemagne, Espagne, France et Italie



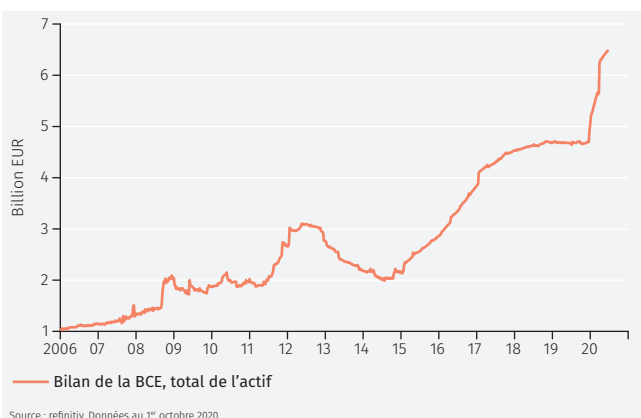
Améliorer le climat économique

En dépit de ces préoccupations, on observe de nets signes d'amélioration du climat économique : l'indicateur du climat économique de la Commission européenne, par exemple, a fortement augmenté ces derniers mois (voir graphique 17). La même tendance se vérifie au niveau des indices des directeurs des achats manufacturiers, qui sont revenus à leurs niveaux d'il y a 2 ans. Le rebond du secteur des services est moins prononcé et semble s'être estompé ces derniers mois (après avoir

17. Vers un redressement de l'indicateur du climat économique



18. Bilan de la BCE

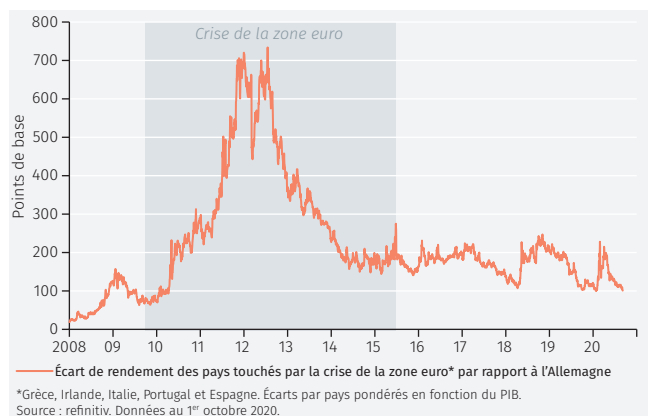


bénéficié d'un premier coup de pouce lors de l'assouplissement des restrictions de confinement).

L'accueil favorable des mesures prises par la BCE

Les mesures adoptées par la BCE pendant la crise ont de façon générale été bien accueillies. Elle a maintenu des taux d'intérêt directeurs négatifs, mais échelonnés, et a considérablement gonflé son bilan (voir graphique 18). La suppression du plafond qu'elle s'était fixé sur la part d'obligations souveraines pouvant être achetées dans le cadre de son programme d'achat d'actifs pourrait constituer son changement stratégique le plus significatif. En effet, cette mesure s'est révélée essentielle pour éviter de creuser des écarts de rendement (voir graphique 19). En dépit d'un certain scepticisme aux prémices, les dirigeants de l'UE se sont mis d'accord sur la mise en place d'un fonds européen de relance de 750 milliards d'euros visant à accorder des subventions et des prêts dans toute la zone euro. Bien que l'on s'attende à un décaissement de cette somme sur le long terme et que le fonds ne soit pas destiné à éponger l'encours des dettes des États membres, il semble avoir démontré son efficacité pour ce qui est d'accroître la confiance vis-à-vis de l'euro.

19. Écarts de rendement de la zone euro



SUISSE

La Suisse s'est illustrée en tant qu'oasis de stabilité relative dans un monde dévasté. Doit-elle remettre en cause son modèle ? Serait-il judicieux de mettre en place un fonds souverain ?

La Suisse et la Covid-19

La Suisse a, à plusieurs égards, mieux géré la crise de la Covid-19 que le reste de l'Europe. Elle a recensé un peu moins de cas pour 100 000 habitants que la moyenne de la zone euro, et à peine la moitié du nombre de décès. En ce qui concerne l'économie, le PIB suisse devrait moins baisser en 2020 que dans la plupart des pays industrialisés, notamment la zone euro.⁸ Plusieurs facteurs ont contribué à cette résilience, entre autres, sa spécialisation dans l'exportation de produits chimiques et pharmaceutiques tirant parti du vieillissement de la population dans la majeure partie du reste du monde.

Franc suisse

Cette année, le franc suisse est resté relativement stable par rapport à l'euro, tout en s'appréciant par rapport au dollar américain. Nos modèles suggèrent que le taux de change effectif réel du franc suisse (à savoir, le taux de change par rapport à un panier de devises après prise en compte des niveaux de prix relatifs) n'est que modérément surévalué. Les interventions de la Banque nationale suisse (BNS) quant à la gestion du taux de change sont, à cet égard, louables.

Banques centrales et fonds souverains

Toutefois, des inquiétudes sont soulevées périodiquement sur la pertinence des actifs de la BNS : sont-ils trop importants ? Un fonds souverain (FS) ne serait-il pas plus judicieux ?

Une compilation récente de la taille des actifs détenus par les banques centrales et les fonds souverains du monde entier indique que la BNS disposait de 0,856 billion USD d'actifs à la mi-2019, le total dépassant désormais 1 billion USD. Seules deux autres banques centrales (celles de la Chine et du Japon) détiennent plus d'actifs que la BNS.

Ces actifs traduisent en grande partie l'accumulation de réserves de change, la BNS ayant fait le nécessaire pour limiter l'appréciation du franc suisse. Ces flux de capitaux pourraient rapidement être affectés autrement, conduisant ainsi à un épuisement potentiel des réserves. Néanmoins, si les sorties de fonds ont conduit à une légère dépréciation du franc, la BNS pourrait bien voir cela d'un très bon œil ; si la dépréciation devenait plus prononcée, la BNS serait probablement ravie de relever les taux d'intérêt, d'autant plus que le taux directeur est négatif (-0,75 %). Il semble inconcevable qu'elle doive un jour épuiser la totalité du billion de dollars américains de réserves de change au soutien du franc suisse.

Le transfert des actifs de la BNS dans un FS est une proposition qui est souvent revenue sur la table ces dernières années. La mécanique de sa mise en œuvre potentielle a elle-même été remise en question à juste titre par la BNS : l'État devrait-il emprunter pour acheter les actifs de la BNS ou la BNS devrait-elle accorder directement le prêt ?⁹ La situation est compliquée, car bien qu'il s'agisse d'une société anonyme cotée sur

20. Les 10 plus grandes banques centrales et fonds souverains du monde

PAYS	FONDS	TYPE	ACTIF EN BILLIONS USD
 Chine	Banque populaire de Chine (1)	BC	3,389
 Japon	Banque du Japon (2)	BC	1,369
 Norvège	Norges Bank Investment Management (3)	FS	1,187
 Chine	China Investment Corporation	FS	0,941
 Suisse	Banque nationale suisse	BC	0,856
 ÉAU	Abu Dhabi Investment Authority	FS	0,828
 Koweït	Kuwait Investment Authority	FS	0,592
 Russie	Banque centrale de la Fédération de Russie	BC	0,554
 États-Unis	Autorités monétaires américaines (4)	BC	0,515
 Arabie saoudite	Autorité monétaire de l'Arabie saoudite	BC	0,500

BC : banque centrale ; FS : fonds souverain

(1) Comprend les réserves gérées par l'Administration d'État chinoise des changes

(2) Comprend l'actif détenu par le ministère japonais des Finances

(3) Gère le fonds Government Pension Fund Global

(4) Comprend l'actif détenu par la Federal Reserve et le Trésor américain

Source : base de données mondiale des investisseurs publics du Forum officiel des institutions monétaires et financières (OMFIF), Septembre 2020. Les données concernent les participations au 1^{er} janvier 2020.

le marché suisse des actions, la BNS est une organisation hybride privée et publique dotée d'une structure juridique complexe.

En outre, les fonds souverains présentent des objectifs divers et variés. Certains se focalisent sur le développement de l'économie locale, par exemple par le biais d'investissements dans des infrastructures. Cette solution pourrait être envisagée pour la Suisse, probablement en privilégiant des investissements environnementaux. Ceci dit, les caisses de retraite suisses (dont 45 figurent parmi les plus grands investisseurs publics au monde)¹⁰ disposent déjà de ressources colossales et pourraient subvenir à ces besoins.

D'autres fonds souverains sont destinés à répondre aux besoins des générations futures, car toute ressource naturelle présente une durée de vie limitée : telle est la raison d'être des fonds souverains norvégiens et de bien d'autres de la région du Golfe. Ces réflexions pourraient s'avérer pertinentes dans le cas de la Suisse.

Une multitude de fonds souverains visent à investir de façon stratégique dans le monde entier afin de dégager des rendements élevés. Si l'on en trouve quelques exemples à l'efficacité éprouvée, on relève également de vives critiques quant aux performances médiocres des investissements réalisés par d'autres fonds. Par ailleurs, on remarque une certaine complexité quant aux décisions stratégiques à prendre par tout gestionnaire d'actifs [le choix entre gestion active et gestion passive, entre les classes d'actifs (obligations, actions et instruments de financement alternatifs) et à l'approche à suivre pour résoudre les questions de durabilité]. Les fonds souverains étant en général gérés par des employés du secteur public, il serait légitime de s'interroger sur leur capacité à traiter ces questions et l'impartialité de leurs décisions.

⁸ Voir « Swiss economic resilience and export specialisation », EFG Infocus, octobre 2020.

⁹ Voir le discours du 29 avril 2016 de Thomas Jordan : https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20160429_tjn/source/ref_20160429_tjn.en.pdf

¹⁰ Base de données mondiale des investisseurs publics du Forum officiel des institutions monétaires et financières (OMFIF), septembre 2020.

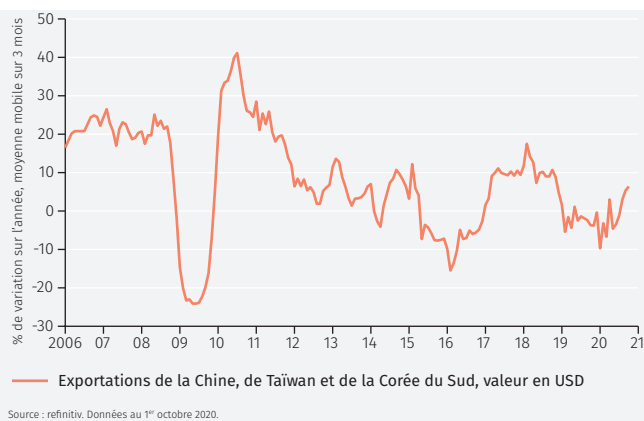
ASIE

La croissance des exportations asiatiques a vite rebondi. Si les exportations sont encore cruciales pour la croissance de la région, on constate une préférence nationale grandissante, en particulier pour les dépenses en infrastructures.

Rebond des exportations

Les exportations asiatiques ont rebondi. En dollars américains, elles étaient supérieures de 5 % en septembre 2020 par rapport à l'année précédente (voir graphique 21). L'explication est simple : l'Asie produit une grande partie des équipements médicaux, dont la demande a explosé pendant la crise de la Covid-19, ainsi que le matériel nécessaire au travail à distance. Soutenue par la bonne santé de ses exportations mais, surtout, compte tenu de l'endigement rapide de son épidémie de Covid-19, la Chine semble désormais prête à afficher une croissance du PIB d'environ 2 % en 2020.

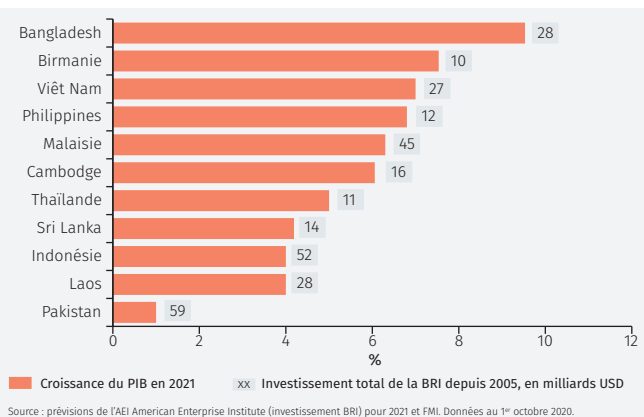
21. Reprise des exportations asiatiques



Payer pour un investissement accru

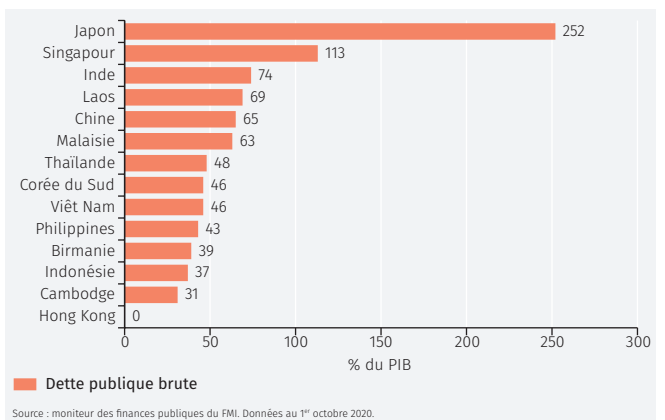
L'Initiative route et ceinture (BRI) de la Chine est un moteur de croissance en plein essor en Asie. En 2021, certains des plus grands bénéficiaires de l'investissement de la Chine dans la BRI devraient enregistrer une forte croissance : croissance de 7 % minimum du PIB réel aux Philippines, au Viêt Nam, en Birmanie et au Bangladesh, par exemple (voir graphique 22). Néanmoins, un tel investissement n'est pas une garantie de réussite. Le Pakistan a perçu 59 milliards de dollars

22. Croissance du PIB asiatique et investissement dans la BRI



d'investissements au titre de la BRI de la Chine depuis 2005, en grande partie pour la construction d'un couloir économique entre la Chine et le Pakistan. Pourtant, l'économie du Pakistan reste embourbée dans de multiples difficultés, avec des taux élevés d'inflation et de chômage, ainsi qu'un effondrement de la demande pour ses exportations (qui sont essentiellement axées sur les textiles). Ce pays est également limité en termes de souplesse budgétaire, compte tenu de son niveau élevé de dette publique (voir graphique 23), d'autres économies de la région ayant un peu plus de latitude à cet égard.

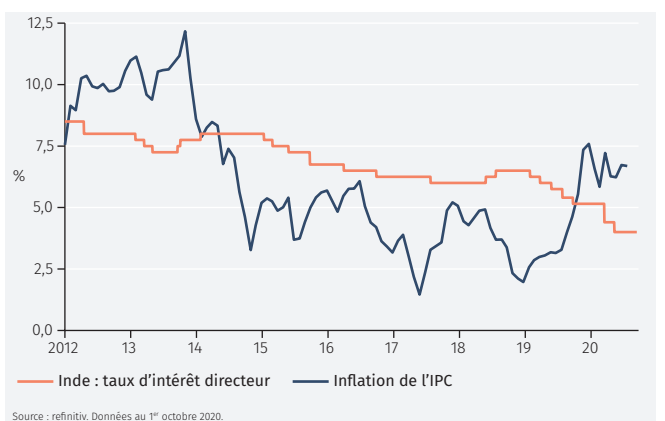
23. Asie : niveaux de dette publique



Inde : le digne successeur de la Chine ?

Au-delà des difficultés actuelles de la région, l'une des questions cruciales consiste à savoir si d'autres pays (l'Inde étant la principale candidate) peuvent s'inscrire dans le sillage de la Chine. L'Inde a pour atouts sa population jeune et croissante. Toutefois, il est peu probable que son système de freins et de contrepoids démocratiques permette, selon une étude récente, d'ériger « un modèle de croissance résolu à la chinoise ».¹¹ Cette étude aurait visé juste, il nous semble.

24. Inde : taux d'intérêt directeur et inflation



¹¹ *The Great Demographic Reversal*, Charles Goodhart et Manoj Pradhan, Palgrave Macmillan, 2020.

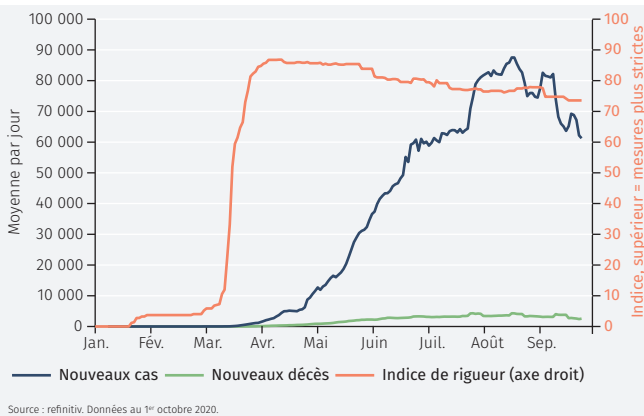
AMÉRIQUE LATINE

Dans toute l'Amérique latine, le nombre de cas de Covid-19 a commencé à baisser. Ceci étant, les réponses données et les taux de réussite sont très contrastés. Comment reconstruire les économies de la région pour un avenir meilleur ?

Cas de Covid-19 et réponses apportées

L'Amérique latine a été sévèrement touchée par la Covid-19. Le nombre de cas par million d'habitants est supérieur à 22 500 (le taux américain) au Brésil, au Chili, au Panama et au Pérou. Le nombre de nouveaux cas commence à diminuer (voir graphique 25) mais, dans la plupart des économies, des restrictions strictes sont maintenues. On relève quelques exceptions notables : L'Uruguay, qui a pris des mesures moins strictes que ses voisins, a en fin de compte recensé moins de cas de contamination, ne comptant en tout et pour tout que 48 décès.

25. Covid-19 : Amérique latine



Toutefois, pour la région dans son ensemble, les répercussions de la Covid-19 sont considérables, notamment avec une contraction du PIB de près de 10 % en 2020, d'après les dernières prévisions du FMI.

Reconstruire les économies après la Covid-19

La reconstruction des économies nécessitera des ressources colossales non seulement pour répondre aux besoins immédiats, mais également pour bâtir une économie de demain plus résiliente. Nous estimons que trois sources de financement sont capitales. Premièrement, les fonds du FMI, qui propose un éventail varié de programmes. Ses nouvelles lignes de crédit flexibles ont déjà été déployées, accordant des crédits à court terme pour les besoins urgents. Néanmoins, ces dispositifs sont circonscrits aux pays, qui selon les termes du FMI, mettent en œuvre des politiques dites « platinum quality ». Quatre pays relèvent de cette catégorie : le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou. Les programmes plus conventionnels du FMI (comme celui de l'Argentine) ayant connu une histoire mouvementée dans la région, ils ont peu de chances de susciter un emballement sur le continent.

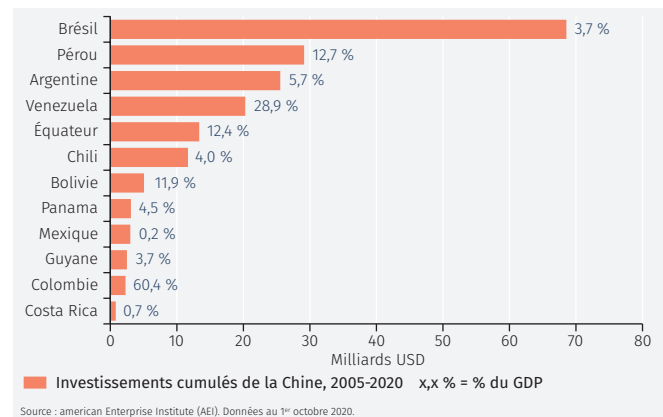
Deuxièmement, la BID (Banque interaméricaine de développement) pourrait bien jouer un rôle plus prépondérant sous la direction de son nouveau chef, Mauricio J. Claver-Carone, un cubano-américain. Premier président de l'institution extérieur à la région, il devrait tisser des

liens plus étroits avec les États-Unis. Cette hypothèse semble s'inscrire dans notre vision de longue date quant à la tripolarisation du monde. L'Amérique latine est bien placée pour grignoter de plus grandes parts de marché de la chaîne d'approvisionnement nord-américaine, en s'inspirant éventuellement de la réussite du Mexique en la matière.

Les nombreux investisseurs intéressés par le développement panaméricain pourraient bien surveiller de près les manœuvres grandissantes de la Chine dans la région, troisième source de fonds d'investissement.

Dans cette région, le Brésil a reçu le plus d'investissements chinois s'élevant à près de 70 milliards de dollars américains depuis 2005 (voir graphique 26). Ces investissements ont été en grande partie réalisés dans le secteur agricole. D'autres économies bénéficiant de fonds chinois comme l'Argentine et le Venezuela, sont moins susceptibles d'être favorisées par des investisseurs à orientation plus capitaliste. Les projets d'élargissement de l'impôt sur la fortune de l'Argentine aux citoyens vivant en dehors du pays ne susciteront probablement pas l'engouement des investisseurs occidentaux en quête d'opportunités de placement.

26. Investissements de la Chine en Amérique latine



Assouplissement monétaire

Sur un plan plus positif, il reste de la marge pour un assouplissement monétaire plus prononcé, en particulier dans des économies, comme le Brésil, où l'inflation a fortement diminué. Même en l'état, les effets de la fragilité monétaire risquent de faire grimper l'inflation à court terme tant au Brésil qu'au Mexique. Le Pérou et le Chili, deux pays aux taux d'intérêt officiels déjà bas, présentent une situation favorable au recours à l'assouplissement quantitatif au besoin.

L'Amérique latine résistera sans aucun doute à cette dernière tempête, mais il sera probablement difficile d'entrevoir de meilleurs horizons d'ici 2021.

ZOOM SPÉCIAL : COVID-19 ET UNIVERSITÉS

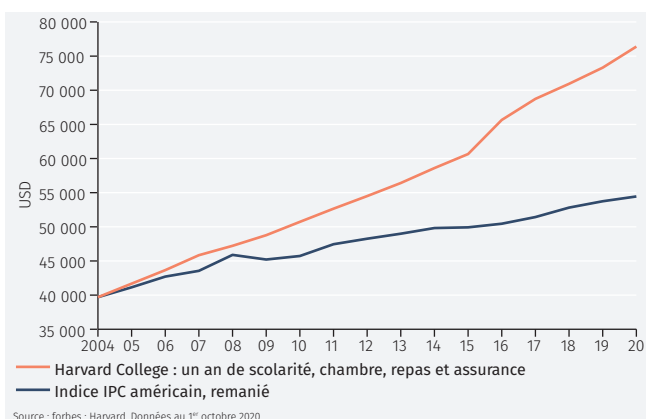
Partout dans le monde, la Covid-19 a remis en question les modes d'enseignements. Dans le secteur universitaire, l'accès à de meilleures ressources peut s'améliorer. Les universités aux ressources limitées seront mises à rude épreuve.

La Covid-19 pourrait provoquer un raz-de-marée en termes d'approches de dispense de cours. Compte tenu du grand nombre d'étudiants du monde entier s'isolant spontanément dans des logements universitaires et du développement des cours en ligne, il faut probablement s'attendre à un changement drastique des méthodes d'enseignement universitaire pour les années à venir. Étudions certaines de ces questions.

Le coût

Une bonne formation universitaire coûte cher. Pour l'année universitaire 2020-2021, le coût de la fréquentation de Harvard est d'environ 75 000 USD par an (pour les frais de scolarité, la chambre universitaire, les repas et l'assurance). Ce coût a augmenté beaucoup plus que le taux des prix à la consommation aux États-Unis depuis 2004 (voir graphique 27). La hausse de ce coût n'a en grande partie pas été affectée par les événements qui ont secoué le reste du monde : lors de la crise financière mondiale (entre 2007 et 2010), le coût annuel de la fréquentation de Harvard a progressé de 10 %, par exemple.

27. Coût d'une année d'étude à Harvard



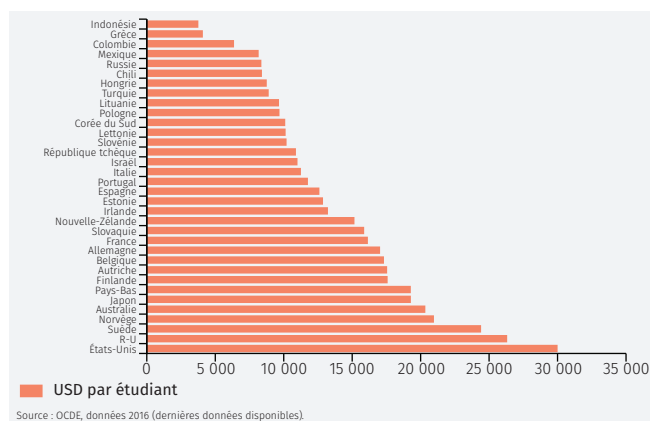
Bien évidemment, Harvard coûte cher, mais dans le secteur de l'enseignement supérieur aux États-Unis, les données de l'OCDE relèvent un coût moyen de 30 000 dollars EU par an (voir graphique 28). Le Royaume-Uni n'est pas en reste, mais les coûts universitaires dans de nombreux pays en développement sont bien inférieurs.

Formations à distance et cours en ligne ouverts à tous

La grande question que cela soulève est de savoir si l'accès à l'enseignement disponible dans les meilleures institutions peut devenir plus facilement accessible. Depuis quelque temps, l'enseignement à distance et, plus récemment, les cours en ligne ouverts à tous (MOOC) sont proposés par bon nombre d'universités. S'ils connaissent un succès relatif, beaucoup sont sceptiques quant à leur capacité à supplanter l'offre traditionnelle.

Les contre-arguments au remplacement total des cours universitaires en présentiel sont les suivants : les avantages de la fréquentation physique vont bien au-delà des cours et de l'enseignement formels ; les tutoriels et les séminaires en petits groupes sont incontestablement difficiles à reproduire en dehors du cadre universitaire physique. Quant aux réunions informelles et au réseau formé par la

28. Dépenses d'enseignement supérieur



fréquentation universitaire, il est très compliqué de les reproduire sans interaction physique.

Toutefois, face à ces considérations, on observe que la qualité de l'enseignement varie d'une université à l'autre. Une conférence donnée par un économiste lauréat du prix Nobel dans un établissement est susceptible de faire de l'ombre à celle animée par un doctorant dans un autre établissement. La même distinction s'applique pour la dispense de cours en ligne : une vidéo mal produite figée sur une tête débitant un monologue a peu de chances de faire valoir son propos aussi bien qu'une présentation interactive bien ficelée.

Le gagnant rafle tout

À cet égard, l'enseignement universitaire peut très bien se résumer au vieil adage : « le gagnant rafle tout ». Les institutions les plus renommées peuvent s'épanouir et prospérer, alors que la survie des établissements aux ressources restreintes ne tient parfois qu'à un fil. Le fait que les produits des meilleures universités se vendent sur de grands marchés peut permettre à ces dernières de dégager des revenus supérieurs, facilitant ainsi leur capacité de réinvestissement dans des produits bien meilleurs. Un cercle vertueux peut alors s'esquisser. À l'opposé, les universités aux ressources plus limitées peuvent avoir plus de difficultés à attirer des étudiants disposés à payer pour leur inscription. C'est d'autant plus véridique, parce qu'il n'y a pas suffisamment de discrimination par les prix dans de nombreux pays, comme le Royaume-Uni, où de nombreuses universités facturent les frais de scolarité maximums autorisés, à savoir 9 250 £ par an.

Le passage à une plus grande exploitation des ressources en ligne est également une voie semée d'embûches. La crise de la Covid-19 a mis en exergue l'importance de l'accès au haut débit, du WiFi et d'autres équipements pour le travail et l'apprentissage à distance. Ces questions peuvent poser problème, en particulier dans les économies émergentes, où de telles infrastructures peuvent faire défaut.

Dans l'enseignement supérieur, comme de façon générale, la Covid-19 a mis en évidence que l'accès aux nouvelles technologies est primordial pour se faire une place dans le Nouveau Monde.

Avis important

La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter, et les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les produits d'investissement peuvent être soumis à des risques de placement impliquant notamment une perte éventuelle de tout ou partie du capital investi.

Le présent document ne constitue pas et ne saurait être interprété comme un prospectus, une publicité, une offre au public ou un placement, ni une recommandation d'achat, de vente, de détention ou de sollicitation d'un investissement, d'un titre, de tout autre instrument financier, voire de tout autre produit ou service. Le présent document est uniquement communiqué à titre d'information générale et ne constitue pas un conseil en investissement ou toute autre recommandation spécifique concernant une approche particulière à suivre. Les informations figurant au présent document ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement spécifiques, de la situation financière ou des besoins particuliers du bénéficiaire. Vous devez demander, par vos propres moyens, tout conseil professionnel adapté à votre situation particulière avant d'effectuer tout investissement ou en cas de doutes quant aux informations figurant dans le présent document.

Bien que les informations figurant au présent document aient été obtenues à partir de sources réputées fiables, aucun membre du groupe EFG n'établit de déclaration ou garantie quant à leur exactitude, ces informations pouvant être incomplètes ou résumées. Tous les avis donnés dans ce document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Le présent document pourra comporter des avis personnels n'étant pas nécessairement fidèles à l'opinion de tout membre du groupe EFG. Dans toute la mesure autorisée par la loi, aucun membre du groupe EFG ne sera responsable des conséquences d'erreurs ou omissions figurant dans le présent document, ni de la confiance accordée à tout avis ou déclaration y figurant, et tout membre du groupe EFG décline expressément toute responsabilité, y compris (sans limitation) au titre de dommages accessoires ou indirects, en découlant ou consécutifs à toute action ou inaction de la part du destinataire motivée par le présent document.

La mise à disposition du présent document dans tout territoire ou pays pourra être contraire à toute loi ou à tout règlement local et toute personne se le procurant devra s'informer de toutes restrictions applicables en la matière et les respecter. Le présent document ne pourra être reproduit, divulgué ou distribué (en tout ou en partie) à toute autre personne sans l'autorisation écrite préalable d'un membre autorisé du groupe EFG.

Le présent document a été établi par EFG Asset Management (UK) Limited aux fins d'utilisation par le groupe EFG, ainsi que ses filiales et sociétés affiliées dans le monde. EFG Asset Management (UK) Limited est autorisée et réglementée par la UK Financial Conduct Authority, et immatriculée sous le N° 7389746. Siège social : EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0) 20 7491 9111.

Si vous avez reçu ce document d'une société affiliée ou d'une succursale mentionnée ci-dessous, sachez ce qui suit :

Bahamas : EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est agréée par la Securities Commission des Bahamas en vertu du Securities Industry Act de 2011 et des Securities Industry Regulations de 2012, et est autorisée à exercer des activités dans le domaine des valeurs mobilières aux Bahamas et depuis ce territoire, y compris, la négociation d'opérations sur titres, l'organisation d'opérations sur titres, la gestion de titres et le conseil en valeurs mobilières. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est également agréée par la Banque centrale des Bahamas en application du Trust Companies Regulation Act de 2000 en tant qu'établissement bancaire et fiduciaire.

Bahreïn : La succursale EFG AG Bahreïn est réglementée par la Banque centrale de Bahreïn et a son siège social sis à Bahrain Financial Harbour, West Tower - 14th Floor, Royaume du Bahreïn.

Bermudes : EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. est une société à responsabilité limitée exemptée constituée aux Bermudes. Siège social : Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermudes.

Îles Caïman : EFG Bank est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité bancaire en application de la Banks and Trust Companies Law des îles Caïmans. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité de fiducie en application de la Banks and Trust Companies Law et pour exercer toute activité de placement en valeurs mobilières en application de la Securities Investment Business Law des îles Caïmans.

Chili : EFG Corredores de Bolsa SpA est agréée par la Comisión para el Mercado Financiero (« Ex SVS ») en tant que courtier en valeurs mobilières autorisé à effectuer des opérations de courtage en valeurs mobilières au Chili et à exercer toute activité réglementée accessoire, dont la gestion discrétionnaire de portefeuilles de valeurs mobilières, l'organisation d'opérations sur titres et le conseil en placement. N° d'enregistrement : 215. Siège social : Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Dubaï : EFG (Middle East) Limited est réglementée par la Dubai Financial Services Authority, ayant son siège social sis à level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, Émirats arabes unis.

Guernesey : EFG Private Bank (Channel Islands) Limited est agréée par la Guernsey Financial Services Commission.

Hong Kong : EFG Bank AG est agréée en tant que banque agréée par l'Autorité monétaire de Hong Kong en application de l'Ordonnance bancaire (Cap. 155, Législation de Hong Kong) et est autorisée à exercer toute activité réglementée de type 1 (opérations sur titres), de type 4 (conseil en valeurs mobilières) et de type 9 (gestion d'actifs) à Hong Kong.

Jersey : EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission pour l'exercice de toute activité d'investissement en vertu de la Financial Services (Jersey) Law de 1998.

Liechtenstein : EFG Bank von Ernst AG est réglementée par la Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxembourg : EFG Bank (Luxembourg) S.A. est inscrite sur la liste officielle des banques établies au Luxembourg conformément à la loi luxembourgeoise du 5 avril 1993 sur le secteur financier (telle que modifiée) (la « Loi de 1993 »), gérée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, en tant que société anonyme de droit luxembourgeois autorisée à exercer ses activités en vertu de l'article 2 de la Loi de 1993. Les résidents luxembourgeois doivent exclusivement contacter EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, par téléphone au +352 264541 pour toute information concernant les services d'EFG Bank (Luxembourg) S.A.

Monaco : EFG Bank (Monaco) SAM est une société anonyme monégasque immatriculée sous le numéro 90 S 02647 (au registre du commerce et de l'industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM est une banque dont les activités financières sont autorisées et réglementées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution française et par la Commission de Contrôle des Activités Financières monégasque. Siège social : EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), téléphone : +377 93 15 11 11. Le destinataire du présent document parlant parfaitement l'anglais, il renonce à la possibilité d'obtenir une version française de cette publication.

République populaire de Chine (« RPC ») : L'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est agréé par la Commission de régulation des banques chinoises (et immatriculé auprès de l'administration de Shanghai pour l'industrie et le commerce conformément à la réglementation de la République populaire de Chine pour l'administration des banques à capitaux étrangers et aux règles de mise en œuvre connexes. N° d'enregistrement : 31000500424509. Siège social : Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. Le champ d'activité de l'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est limité aux activités à but non lucratif, y compris la liaison, les études de marché et le conseil.

Portugal : La succursale portugaise d'EFG Bank (Luxembourg) S.A. est immatriculée auprès de la Commission portugaise du marché des valeurs mobilières sous le numéro 393 et auprès de la Banque du Portugal sous le numéro 280. Numéro de contribuable et d'immatriculation commerciale : 980649439. Siège social : Av. da Liberdade, No 131, 6to Dto - 1250-140 Lisbonne, Portugal.

Singapour : La succursale de Singapour d'EFG Bank AG (UEN N° T03FC6371) est agréée par l'Autorité monétaire de Singapour en tant que banque de gros pour exercer toute activité bancaire et est un Conseiller financier exempté au sens du *Financial Advisers Act* et un Établissement agréé de services de marchés des capitaux exempté, tel que défini dans le *Securities and Futures Act*.

Suisse : EFG Bank AG, Zurich, y compris ses succursales de Genève et de Lugano, est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Siège social : EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suisse. Succursales suisses : EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Genève 2 et EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Royaume-Uni : EFG Private Bank Limited est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, immatriculée sous le n° 144036. EFG Private Bank Limited est membre de la Bourse de Londres. N° d'immatriculation de société 2321802 Siège social : EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0)20 7491 9111. En ce qui concerne EFG Asset Management (UK) Limited, veuillez prendre note de la divulgation du statut ci-dessus.

États-Unis : EFG Asset Management (UK) Limited est une société affiliée d'EFG Capital, un courtier-négociant inscrit à l'U.S. Securities and Exchange Commission (« SEC ») et membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») et de la Securities Investor Protection Corporation (« SIPC »). Aucune autorité parmi la SEC, la FINRA ou la SIPC n'a validé le présent document ou les services et produits fournis par EFG Capital ou sa société affiliée basée aux États-Unis, EFGAM Americas. EFGAM Americas est immatriculée auprès de la SEC en tant que conseiller en placement. Les produits de valeurs mobilières et les services de courtage sont fournis par EFG Capital, et les services de gestion d'actifs sont assurés par EFGAM Americas. EFG Capital et EFGAM Americas sont affiliées en propriété commune et peuvent gérer un personnel mutuellement lié.

Le présent document n'est pas destiné à être distribué à des personnes américaines ou pour le compte de personnes américaines, exception faite des personnes qui sont « acquéreurs admissibles » (au sens du *United States Investment Company Act* de 1940, tel que modifié, (« *Investment Company Act* »)) et des « investisseurs agréés » (au sens de la règle 501 a) du *Securities Act*). Tout titre mentionné au présent document ne sera pas enregistré en vertu du *Securities Act* ou admissible en vertu de textes de loi sur les valeurs mobilières des états applicables. Tout fonds mentionné au présent document ne sera pas enregistré en tant que société d'investissement en vertu de l'*Investment Company Act*. Les analystes situés hors des États-Unis sont employés par des sociétés affiliées non américaines qui ne sont pas soumises aux réglementations de la FINRA.