

# INSIGHT

PERSPECTIVES DE MARCHÉ TRIMESTRIELLES

T2 2023

THÈMES ABORDÉS DANS CETTE PUBLICATION :



RÉPARTITION D'ACTIFS  
STRATÉGIQUE MONDIALE



SÉLECTION DE  
SÛRETÉS MONDIALES



RÉPARTITION D'ACTIFS  
RÉGIONALE



CONSTRUCTION  
DE PORTEFEUILLES  
RÉGIONAUX

## Un quatuor de préoccupations



### PANORAMA

Quatre enjeux mondiaux

### ÉTATS-UNIS

Trois voies pour faire  
baisser les taux

### R-U

Deux faiblesses  
à long terme

### ZOOM SPÉCIAL

Global Discord

# PANORAMA

Les marchés financiers peuvent rapidement passer d'un problème à un autre. Compte tenu du quatuor de préoccupations qui dominent les perspectives pour le reste de l'année, nous nous attendons à ce que le sentiment du marché soit volatil et très variable.

Le premier trimestre 2023 s'est achevé avec la faillite de deux banques américaines (SVB et Signature Bank) et l'acquisition soudaine de Credit Suisse par UBS. Il s'agit probablement d'événements idiosyncrasiques et les autorités compétentes ont réussi, pour le moment, à éviter la contagion au reste du système financier. Cependant, les préoccupations n'ont pas été complètement dissipées et il est probable qu'elles perdurent jusqu'à la fin de l'année 2023. Par ailleurs, les inquiétudes antérieures des marchés financiers concernant l'inflation, la résilience de la croissance mondiale (avec le risque d'une récession) et les tensions géopolitiques demeurent. Ces questions seront sans doute à nouveau au cœur de l'attention. Dans un contexte post-pandémie, le marché mondial est passé, souvent rapidement, d'une préoccupation à l'autre. Ce modèle devrait perdurer.

## Un quatuor de préoccupations

Bien sûr, ce quatuor de préoccupations (stabilité financière, inflation, croissance et géopolitique) n'est pas nouveau. Il est rare qu'une année s'écoule sans que l'un de ces sujets ne fasse les gros titres. La pandémie de Covid a englobé ces quatre enjeux. Les politiques, la réglementation et la coopération peuvent atténuer les risques découlant de chacune de ces sources, mais leur gestion se heurte incontestablement à des limites.

## Stabilité financière

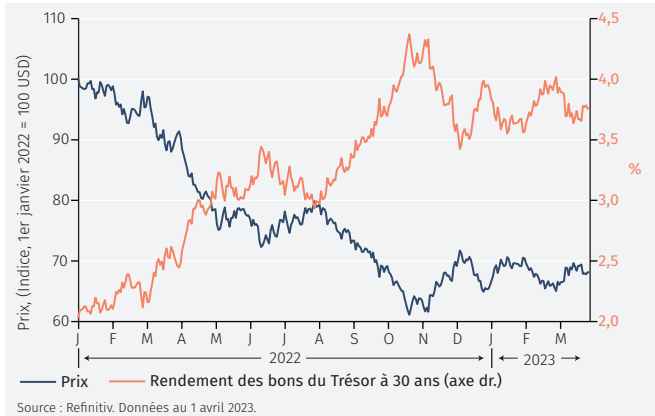
Des règles et réglementations nationales et mondiales sont en place pour soutenir la stabilité financière. Pour les banques, ces dernières ont été durcies à la suite de la crise financière mondiale, ce qui a nécessité des niveaux de capital et de liquidité plus élevés. Les réglementations trop contraignantes sont souvent critiquées par ceux qui en font l'objet. Pourtant, la structure en place n'a pas suffi à éviter la faillite de SVB en mars 2023. La Réserve fédérale enquête actuellement sur les causes de cette dernière et établira un rapport en temps voulu.<sup>1</sup> Il semble toutefois évident que l'exposition aux obligations à long terme a été la raison principale. Il en est de même pour les problèmes rencontrés par les fonds de pension au Royaume-Uni en septembre 2022.

Lorsque les rendements obligataires à long terme augmentent, comme ce fut le cas récemment, la baisse de leur cours peut être importante. Par exemple, le prix de l'obligation d'État américaine à 30 ans de référence a baissé d'environ 30 % en mars 2023 par rapport à son niveau de début 2022 lorsque SVB a fait faillite (voir graphique 1).

## Inflation

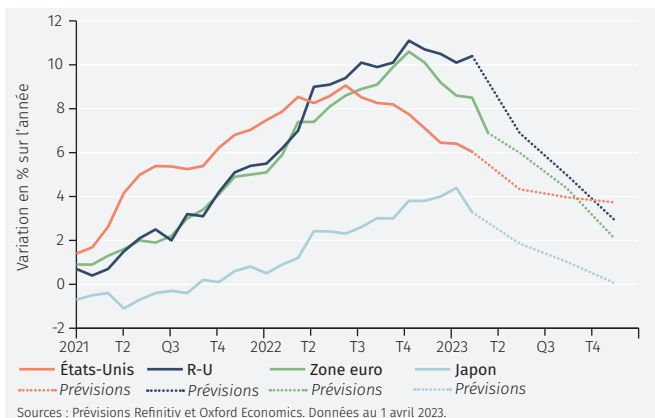
Le prix et le rendement d'une obligation à trente ans dépendent des prévisions de taux d'intérêt (et donc de l'inflation) pour les trente ans à venir. Sur une si longue période, de telles attentes ne

## 1. Bon du Trésor américain à 30 ans



peuvent être entretenues avec certitude. Ces attentes étaient bien ancrées, du moins jusqu'à récemment ; en effet, les banques centrales se sont donné pour objectif de faire baisser l'inflation, ce qu'elles ont fait. Leur engagement en faveur d'une inflation faible demeure.<sup>2</sup> Aux États-Unis, certains ont proposé de viser un taux d'inflation plus élevé.<sup>3</sup> Aujourd'hui, alors que les taux d'inflation baissent dans les principales économies avancées et que l'on s'attend généralement à ce qu'ils baissent drastiquement d'ici la fin de l'année (voir graphique 2), il ne semble pas opportun de changer de position.

## 2. Recul de l'inflation



## Inquiétudes concernant la récession

Dans les principales économies avancées, la croissance économique est restée relativement stable et positive, ne montrant aucun signe de récession pour le moment. C'est ce qui ressort du nouvel indicateur de suivi hebdomadaire de l'activité dans les économies de l'OCDE (voir graphique 3). La Chine et l'Inde, qui ne sont pas membres de l'OCDE, devraient connaître une croissance plus rapide, de 5 et 6 %, respectivement.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> L'examen du Conseil d'administration de la Réserve fédérale sera publié le 1<sup>er</sup> mai. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230313a.htm>

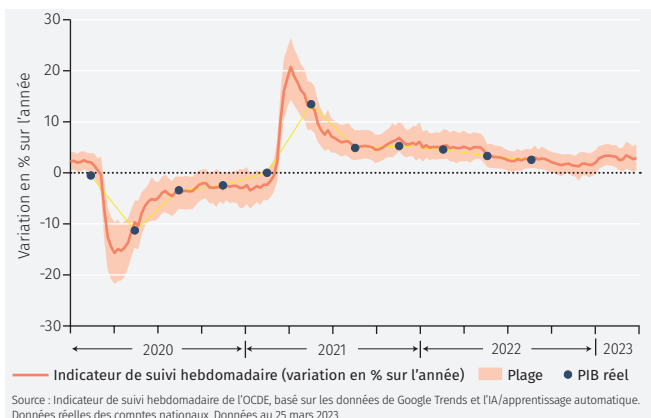
<sup>2</sup> La BCE a fait part de cet engagement le jour de la Saint-Valentin, le 14 février 2023, dans un tweet : « Les roses sont rouges, les violettes sont bleues, nous maintiendrons le cap et restaurerons l'inflation à 2 % ».

<sup>3</sup> Olivier Blanchard, par exemple, a récemment suggéré un objectif de 3 %, inférieur à son précédent appel à un objectif de 4 %. Un taux de 3 % fait doubler les prix tous les 24 ans ; tandis qu'un taux à 2 % les fait doubler tous les 36 ans. Consultez la page <https://tinyurl.com/yxu6emh2>.

<sup>4</sup> Perspectives de l'économie mondiale du FMI, janvier 2023.

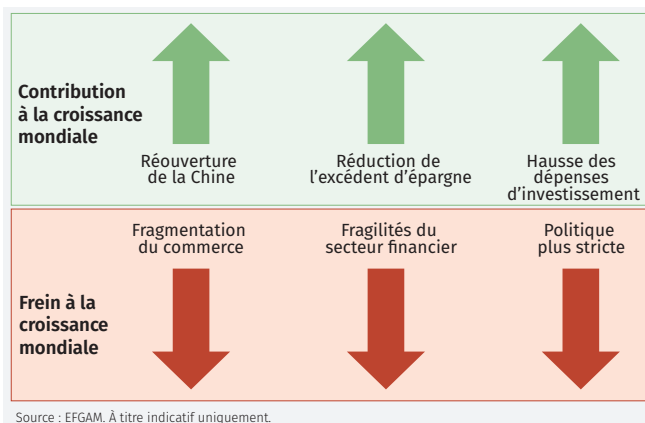
# PANORAMA

## 3. Croissance du PIB des économies de l'OCDE



La réouverture de la Chine est l'un des trois principaux facteurs qui soutiennent la croissance mondiale cette année (voir graphique 4). Là-bas, comme ailleurs, le surplus d'épargne généré durant la pandémie peut être utilisé pour soutenir les dépenses de consommation, le deuxième moteur de la croissance. Selon nos estimations, le surplus d'épargne mondiale s'élève à près de 5 000 milliards USD.<sup>5</sup> Troisième facteur, les dépenses d'investissement sont en hausse dans trois domaines principaux : les infrastructures vertes, les dépenses dans le secteur de la défense et le développement de nouvelles capacités à mesure que la production est relocalisée.

## 4. Moteurs de la croissance mondiale



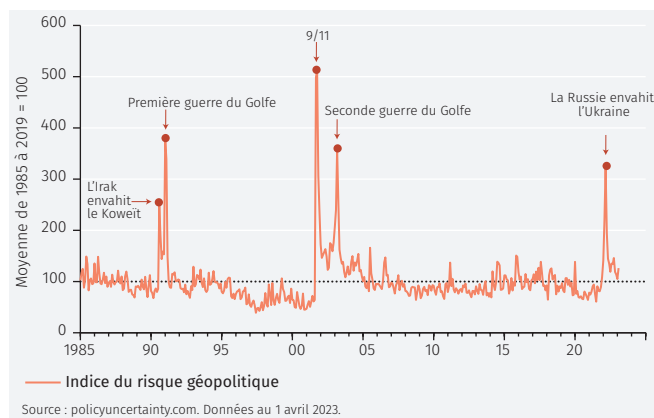
La relocalisation reflète évidemment la fragmentation accrue du commerce mondial. La production intérieure de semi-conducteurs aux États-Unis et en Europe peut se justifier pour des raisons de sécurité nationale, mais elle est très certainement moins efficace que l'utilisation de chaînes d'approvisionnement mondiales hautement intégrées. Cette stratégie constitue probablement un frein à la croissance mondiale. Les fragilités du secteur financier restent préoccupantes et les effets à retardement du durcissement de la politique commencent à se manifester

(notamment sur le marché immobilier) ; la croissance mondiale est donc clairement confrontée à des vents contraires. L'équilibre entre ces trois facteurs favorables et trois facteurs de ralentissement déterminera la trajectoire de l'économie mondiale pour le reste de l'année.

## Tensions géopolitiques

Selon un indicateur spécifique, les tensions géopolitiques se sont apaisées (voir graphique 5), bien qu'elles restent au-dessus de leur niveau moyen à long terme. Il va sans dire que les perspectives d'avenir sont difficiles à évaluer, mais l'assouplissement des tensions est l'un de nos thèmes principaux pour 2023.

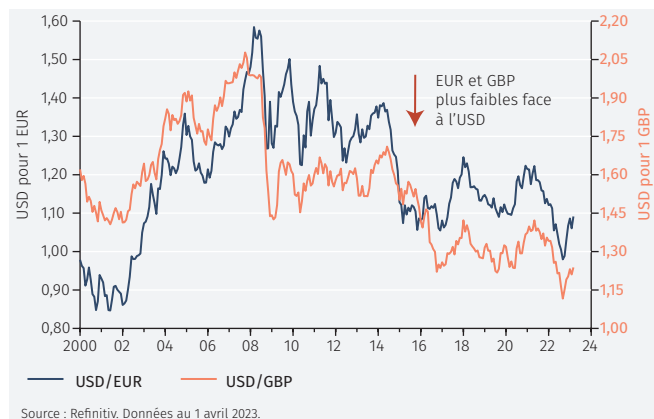
## 5. Indice du risque géopolitique



## Faiblesse du dollar américain

Ce quatorze de préoccupations se répercutera sur les perspectives des devises mondiales. La baisse de la valeur de la livre sterling et de l'euro par rapport au dollar depuis la crise financière mondiale de 2008 (voir graphique 6) a reflété la solidité générale du dollar, renforcée par des préoccupations régionales spécifiques (la crise de l'euro en 2009-2015 et le Brexit en 2016). Toutefois, au premier trimestre 2023, les deux devises se sont redressées face au dollar. Il reste à voir si cela marque un changement de tendance.

## 6. L'euro et la livre sterling par rapport au dollar américain



<sup>5</sup> Source : estimations de Refinitiv et d'EFGAM au 1er avril 2023. Les économies excédentaires mondiales sont estimées comme étant supérieures au taux d'épargne moyen de 2018-2019 au cours de la période commençant au premier trimestre 2020.

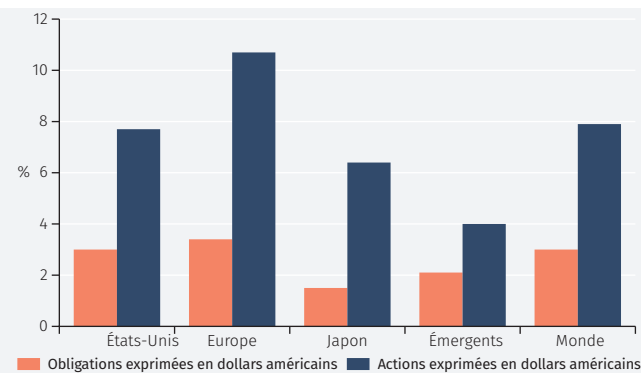
# PERFORMANCES DES MARCHÉS FINANCIERS

La volatilité a été un thème principal de tous les marchés financiers au début de 2023, mais à la fin du premier trimestre, les marchés des actions et des obligations avaient généré des rendements positifs. Le dollar américain est resté relativement stable.

## Performances des marchés financiers

Les rendements des marchés des obligations et des actions ont été positifs au cours du premier trimestre de 2023. Les rendements des obligations et des actions ont été respectivement de 3,0 % et de 7,9 % en dollars américains (voir graphique 7).<sup>6</sup> La hausse de l'inflation et les hausses réelles et attendues des taux d'intérêt directs ont fait grimper les rendements obligataires dans le monde entier en février puis chuter les prix des obligations. Mais ces pressions se sont relâchées plus tard au cours du trimestre, car les attentes du marché en matière de taux d'intérêt se sont atténuées, en partie à cause des problèmes du secteur bancaire aux États-Unis et en Suisse. Globalement, le dollar est resté relativement stable, s'affaiblissant face à l'euro et à la livre sterling, mais s'appréciant face au yen.

### 7. Performances des marchés financiers



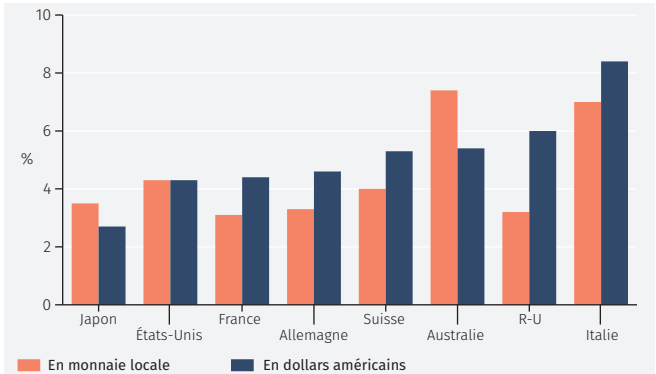
Sources : Barclays Bloomberg (obligations) ; MSCI (actions). Données pour l'exercice en cours au 31 mars 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Marchés obligataires

Après un premier trimestre volatil, les rendements totaux des obligations d'État à 10 ans sur tous les principaux marchés ont été positifs en dollars locaux et américains à la fin de la période (voir graphique 8). Le rendement de l'obligation américaine de référence à 10 ans a atteint un sommet supérieur à 4 % début mars, mais est redescendu aux plus bas niveaux de janvier à la fin du mois de mars. La baisse des rendements à 10 ans a été encore plus importante en Australie (73 points de base), les marchés s'attendant à ce que la banque centrale du pays mette fin à sa série de hausses successives du taux d'intérêt ; et en Italie, où les inquiétudes concernant la position budgétaire du nouveau gouvernement se sont apaisées.

Les rendements en dollars américains des marchés européens ont généralement été stimulés par le renforcement des devises (l'euro, la livre sterling et le franc suisse) par rapport au dollar américain. Le contraire a été observé au Japon et en Australie, où la faiblesse de la devise a compromis les rendements en dollars américains.

### 8. Rendements des marchés obligataires



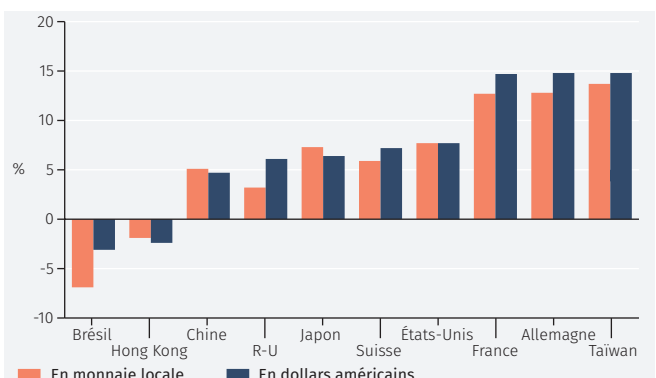
Source : Refinitiv. Rendement total des obligations de référence à 10 ans. Données pour l'exercice en cours au 31 mars 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Marchés actions

Les rendements globaux de 7,7 % du marché boursier américain ont été dépassés par la France et l'Allemagne, en euros et en dollars américains (voir graphique 9). La réévaluation du bien-fondé des actions européennes a été un facteur important. Le marché taiwanais a également été solide, bénéficiant notamment de la réévaluation mondiale du secteur technologique.

Au Brésil, la monnaie a été forte par rapport au dollar américain, reflétant en partie la hausse des prix des produits de base, mais l'incertitude quant à l'orientation de la politique a déstabilisé le marché des actions après une forte performance en 2022. Le marché chinois a progressé grâce à la réouverture de l'économie et aux signes d'une approche plus favorable au marché de la part des autorités.

### 9. Performances des marchés actions



Source : MSCI. Données pour l'exercice en cours au 31 mars 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>6</sup> Les rendements obligataires mondiaux sont mesurés par l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, qui comprend les titres de créance d'entreprises publiques et Investment grade provenant d'émetteurs de marchés développés et émergents de 24 pays. Les rendements des actions mondiales sont mesurés par l'indice MSCI World, qui représente les actions de grande et moyenne capitalisation sur 23 marchés développés.

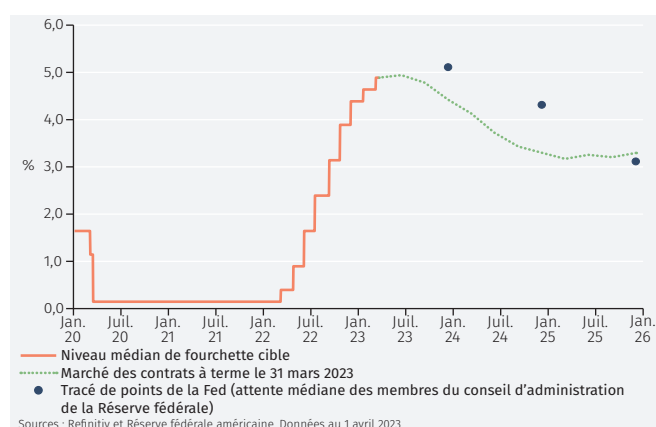
## ÉTATS-UNIS

L'enjeu principal des prochains mois est de savoir qui de la Fed ou des marchés financiers auront raison sur l'orientation des taux d'intérêt. La réponse réside dans la probabilité d'une récession, la stabilité financière et l'efficacité des taux d'intérêt pour réduire l'inflation.

### Qui aura raison ? Le marché ou la Fed ?

La prévision médiane des décideurs de la Fed est que le taux des fonds fédéraux sera légèrement plus élevé d'ici la fin de l'année. En revanche, les marchés financiers à terme pensent qu'il y aura deux baisses de 25 points de base d'ici là (voir graphique 10). Toutefois, les attentes du marché en matière de taux d'intérêt sont souvent volatiles et peuvent changer rapidement, comme elles l'ont fait jusqu'à présent en 2023 (voir graphique 11). Comment l'opinion du marché sur les taux pourrait-elle s'avérer correcte et les attentes de la Fed erronées ? Il existe trois voies : deux indésirables, une beaucoup plus souhaitable.

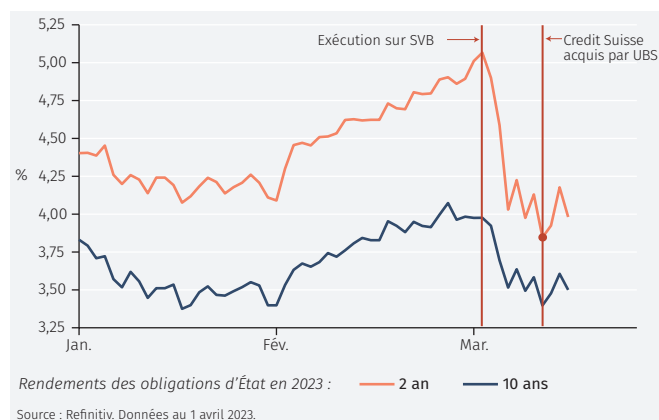
#### 10. Taux des fonds fédéraux : trajectoires réelles et attendues



### Deux voies indésirables : une récession et des problèmes du secteur bancaire

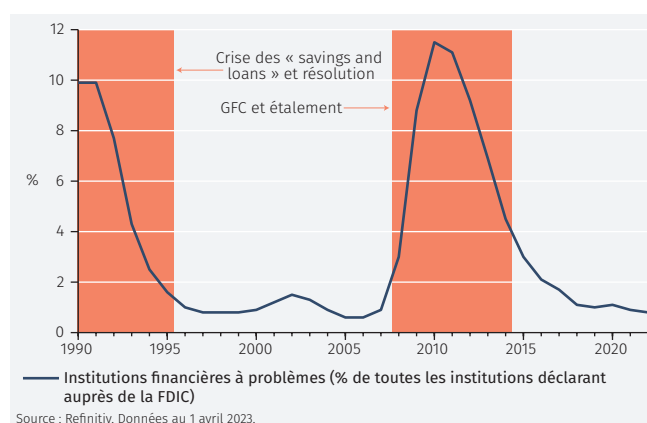
La première voie indésirable : l'économie se dirige vers une récession. Chaque récession depuis 1960 a été précédée d'une inversion de la courbe des taux (taux à court terme plus élevés que les taux à 10 ans). Cela s'est produit à la fin du mois de décembre 2022. Le délai moyen entre l'inversion et la récession étant d'environ un an, le risque est évident.

#### 11. Marché obligataire américain : une course folle



La deuxième voie est celle de l'aggravation des problèmes du secteur bancaire : selon une estimation, la dépréciation des actifs et une ruée sur les dépôts non assurés pourraient exposer davantage de banques au risque d'insolvabilité.<sup>7</sup> Ce risque semble faible, mais il est arrivé par le passé que les problèmes du secteur bancaire semblent d'abord contenus avant de se propager plus largement. De plus, leur résolution a pris beaucoup de temps (voir graphique 12). La crise des « savings and loans » a débuté au milieu des années 1980, mais ne s'est pas résolue avant 1995. La crise financière qui a débuté en 2007/2008 ne s'est pas résolue avant 2014.

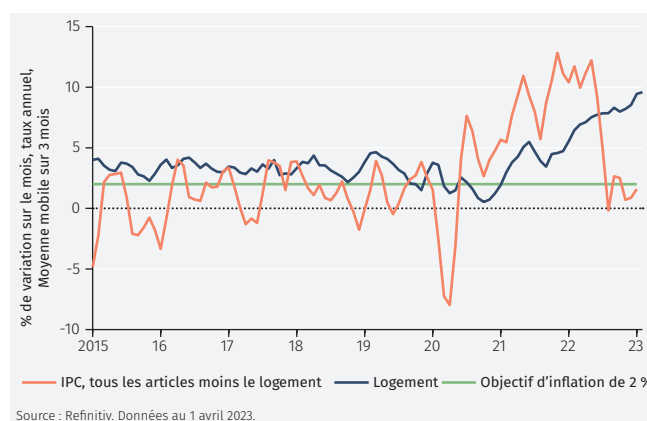
#### 12. Banques problématiques



### La voie favorable : les effets décalés du resserrement

Une voie plus souhaitable, et à notre avis plus probable, serait une forte baisse de l'inflation mesurée par l'IPC. En dehors du logement, elle s'est élevée à environ 2 % (annualisé) depuis l'été dernier, mais l'inflation dans le secteur du logement (représentant environ 1/3 de l'IPC) est bien plus élevée (voir le graphique 13). Les travaux de la Fed<sup>8</sup> de San Francisco montrent qu'une augmentation de 100 pb du taux des fonds fédéraux peut réduire l'inflation dans le secteur du logement de plus de 3 points de pourcentage sur 2 ans et demi, ce qui suggère que le resserrement de la Fed jusqu'à présent est suffisant pour réduire l'inflation dans le secteur du logement à zéro d'ici mi-2024.

#### 13. Inflation des prix à la consommation américains



<sup>7</sup> Voir cette pièce, par exemple : <https://www.gsbs.stanford.edu/faculty-research/working-papers/monetary-tightening-us-bank-fragility-2023-mark-market-losses>

<sup>8</sup> Lettre économique FRBSF 13 février 2023, « Can Monetary Policy Tame Rent inflation? »

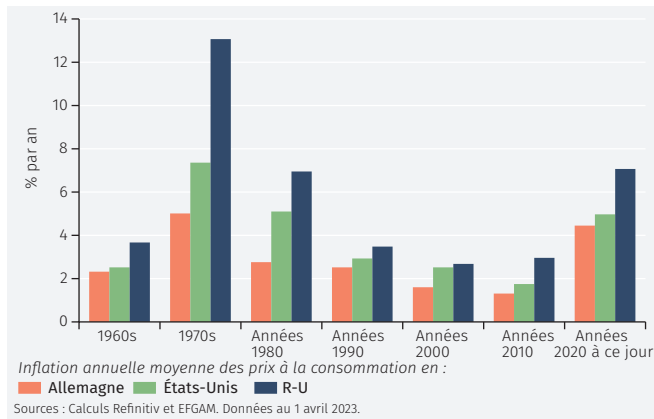
## ROYAUME-UNI

Compte tenu des deux principales préoccupations mondiales, l'inflation élevée et la fragilité du secteur financier, le Royaume-Uni se trouve dans une position délicate. Historiquement, le pays a été sujet à l'inflation, d'autant plus que son secteur financier est important.

### Une économie sujette à l'inflation...

Le Royaume-Uni a toujours été une économie sujette à l'inflation. Au cours des dernières décennies, l'inflation a par exemple été plus importante au Royaume-Uni par rapport aux États-Unis et à l'Allemagne (voir le graphique 14). Jusqu'à récemment, cette perception a été en partie corrigée par le succès de la période d'objectif d'inflation. Mais les doutes persistent.

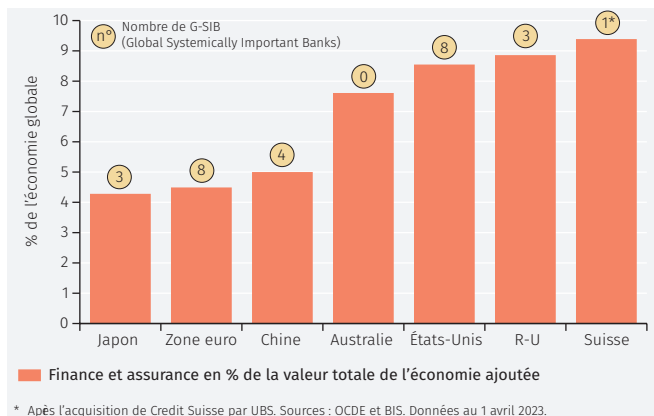
#### 14. Le Royaume-Uni est sujet à l'inflation



### ... avec un secteur financier important

Le Royaume-Uni dispose également d'un vaste secteur financier, représentant près de 10 % de la valeur ajoutée pour l'ensemble de l'économie (voir graphique 15). Cela signifie que les périodes d'instabilité dans le secteur financier, qu'elles soient générées à l'échelle nationale (la crise bancaire secondaire de 1974/1975, par exemple) ou mondiale, ont tendance à avoir un fort impact sur l'économie britannique. Au cours de la crise financière mondiale, le PIB britannique a encore chuté et s'est redressé plus lentement que ceux des États-Unis et de la zone euro. Le Royaume-Uni compte trois des 29 banques mondiales G-SIB (Global Systemically Important Banks), dont les actifs s'élèvent à 166 % du PIB, plus élevé que le ratio aux États-Unis et dans la zone euro.<sup>9</sup>

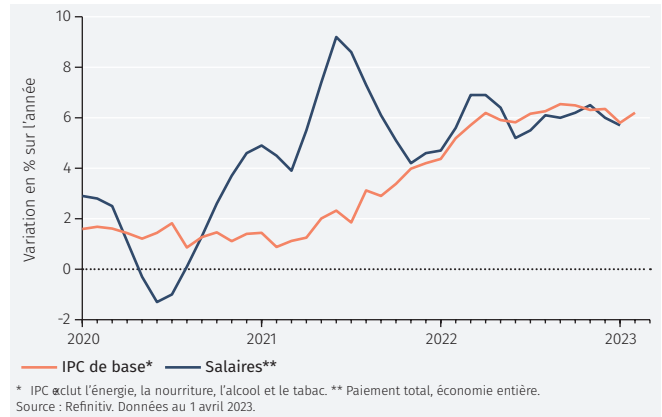
#### 15. Importance du secteur financier



### Une inflation persistante, pour le moment...

La récente persistance de l'inflation est préoccupante. L'inflation sous-jacente et les augmentations des salaires s'élèvent actuellement à environ 6 % (voir graphique 16), ce qui rappelle la spirale des salaires-prix de 1970. Les exhortations du gouverneur de la Banque d'Angleterre invitant les travailleurs à ne pas demander d'augmentations de salaire excessives et les entreprises à ne pas répercuter la hausse des coûts ne semblent pas correspondre à l'état d'esprit actuel. En outre, les prévisions de la Banque de novembre 2022 concernant une récession de deux ans ont été réexaminées. Ni la Banque ni l'Office for Budget Responsibility ne prévoient désormais de récession.

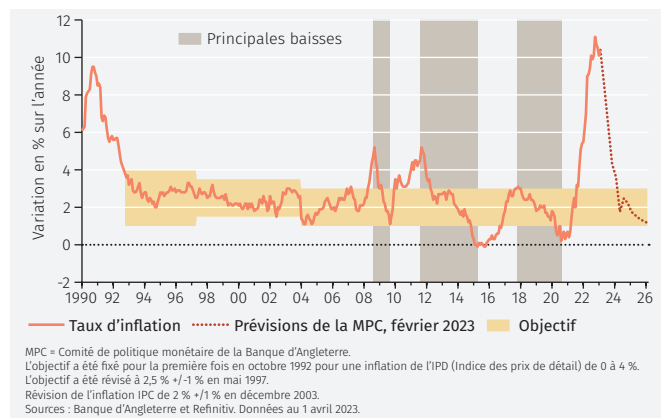
#### 16. Inflation au Royaume-Uni : toujours forte



### Mais un rapide déclin est prévu

La crédibilité prévisionnelle de la Banque pourrait bien sûr être rapidement rétablie. Ses prévisions d'inflation (voir graphique 17) indiquent une baisse rapide au début de l'été avec le retour du taux d'inflation à l'objectif au deuxième trimestre 2024. Ce serait un développement très apprécié.

#### 17. Objectif d'inflation au Royaume-Uni



<sup>9</sup> Les États-Unis et la zone euro comptent tous deux 8 G-SIB, avec des actifs d'environ 14 000 milliards USD, représentant respectivement 56 % et 104 % du PIB.

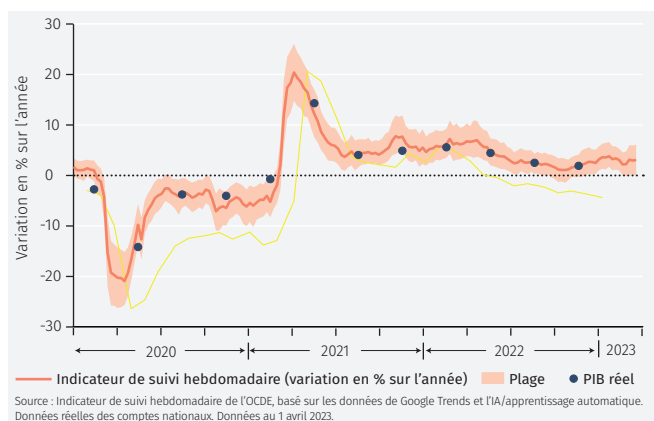
## ZONE EURO

Jusqu'à présent, la zone euro a évité la récession, mais les inquiétudes concernant le secteur bancaire ont assombri les perspectives pour le reste de l'année. Les taux d'intérêt de la BCE sont désormais alignés sur les prévisions d'inflation.

### Croissance au début de 2023

La croissance du PIB dans la zone euro s'est quelque peu redressée au cours des premiers mois de 2023, tout en restant positive. C'est ce que l'on peut conclure du rapport hebdomadaire de l'OCDE (voir graphique 18). Jusqu'à présent, la récession largement attendue dans la région a été évitée. C'est en Irlande que la croissance a été la plus forte. C'est un pays qui, en général, dépasse le reste du bloc. Les Pays-Bas et les États baltes se sont également bien comportés (voir graphique 19). La France, en revanche, est à la traîne. Là-bas, l'activité va subir les répercussions des manifestations contre la réforme des retraites de la fin mars.

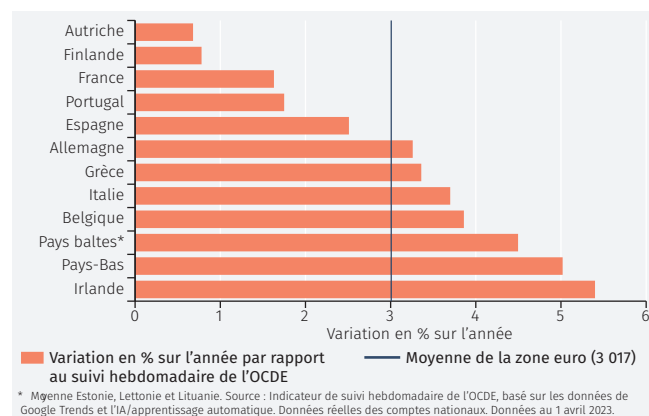
#### 18. PIB hebdomadaire de la zone euro



### Les réformes françaises et le secteur bancaire

« Nous savons tous ce qu'il faut faire, ce que nous ne savons pas c'est comment être réélus après l'avoir fait. » Ce commentaire de Jean-Claude Juncker, à propos des réformes économiques, est pertinent dans ce contexte. La réforme des retraites en France, qui actuellement fait passer l'âge minimum de départ à la retraite de 62 à 64 ans, avait déjà été tentée par le passé. Une tentative en 1995 a été abandonnée après des manifestations généralisées. Les manifestations des gilets jaunes en 2018 ont arrêté une hausse de la taxe sur le carburant. Pourtant, une

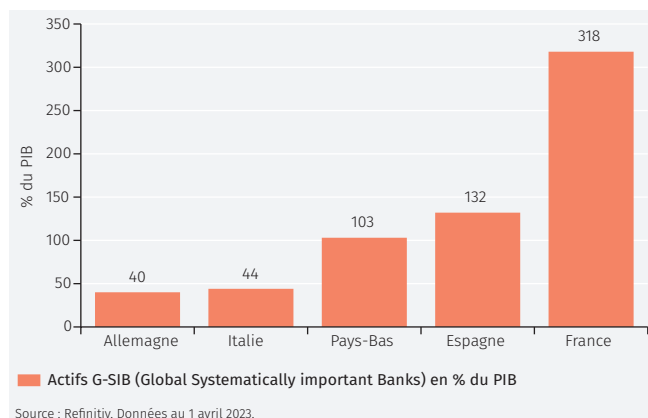
#### 19. Croissance du PIB des membres de la zone euro



réforme structurelle reste clairement nécessaire si l'on en juge par le niveau des dépenses publiques : 58 % du PIB en 2022, soit 9 % de plus que la moyenne de la zone euro.

Il existe une inquiétude supplémentaire concernant le système bancaire. La France compte quatre G-SIB, dont les actifs représentent plus de 300 % du PIB français (voir graphique 20). Ce chiffre est beaucoup plus élevé que dans les autres économies de la zone euro et bien supérieur au taux au Royaume-Uni.

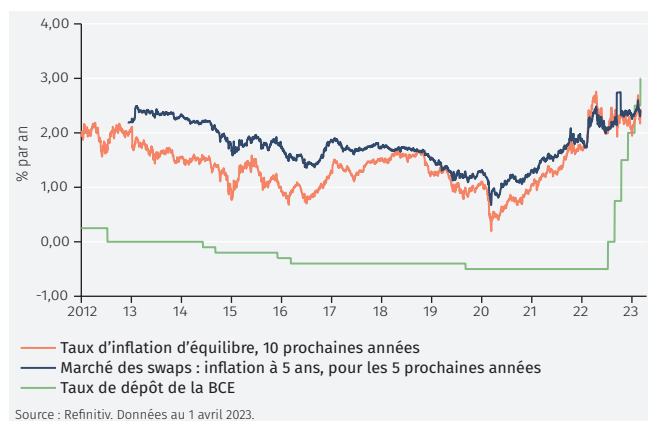
#### 20. Zone euro : actifs G-SIB



### Alignement des taux de la BCE et des prévisions d'inflation

Après que la BCE a relevé les taux d'intérêt de 0,5 % en mars, la présidente Christine Lagarde a déclaré que l'inflation devrait « rester trop élevée pendant trop longtemps » et que le Conseil général sait qu'il a « plus de terrain à couvrir » pour relever les taux. Les marchés financiers s'attendent à deux nouvelles hausses de 25 points de base, les taux atteignant leur pic au troisième trimestre 2023. Cela devrait probablement dépasser les prévisions d'inflation à moyen terme (voir graphique 21) et, dans ce sens, cela semble approprié.

#### 21. Taux directeur de la BCE et prévisions d'inflation de l'euro



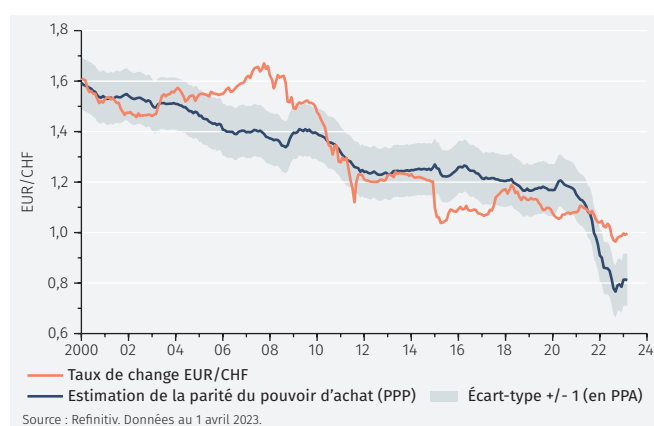
## SUISSE

La Banque Nationale Suisse (BNS) a relevé son taux directeur à 1,5 % et une nouvelle hausse n'est pas exclue. La raison principale est l'inquiétude concernant les tendances sous-jacentes de l'inflation.

### L'inflation et le taux directeur

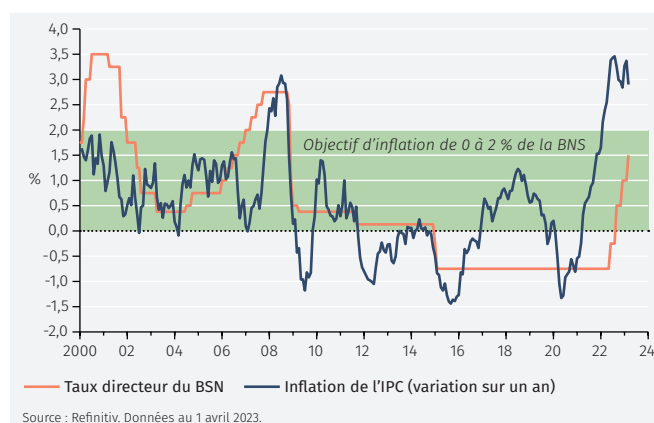
La BNS a relevé ses taux d'intérêt de 0,50 % à 1,50 % en mars et a déclaré que des hausses de taux supplémentaires « ne peuvent pas être exclues ». La banque centrale a vendu 27 milliards CHF de ses réserves de change au dernier trimestre 2022 pour soutenir le franc suisse (qui est encore plus faible que son taux de PPA, voir graphique 22), limitant ainsi l'inflation importée. Malgré tout, une nouvelle hausse des taux d'intérêt (probablement de 0,25 %) en juin semble probable.

### 22. Taux de change euro-franc suisse et taux PPA



Selon les contrats à terme, le taux directeur de la BNS atteint un pic d'environ 2 % (ce qui implique une nouvelle hausse de 0,25 % en septembre). La fermeté de la BNS reflète la révision à la hausse de ses prévisions d'inflation conditionnelle, qui voient désormais l'inflation rester au-dessus de la fourchette cible de 0 à 2 % (voir graphique 23) jusqu'à fin 2025, soit 2,9 % en mars 2023. La banque centrale a noté que les hausses des prix sont désormais « généralisées », soulignant le risque que la forte inflation actuelle devienne inhérente aux attentes du secteur privé.

### 23. Inflation suisse et taux directeur de la BNS



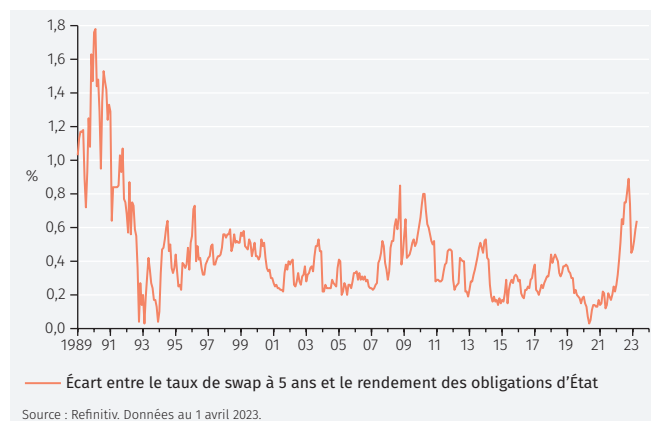
En ce qui concerne les perspectives, la BNS a reconnu que les récents développements dans le secteur financier ont accru l'incertitude. La confiance de la banque centrale dans les projections conditionnelles d'inflation est probablement plus faible aujourd'hui que d'habitude et l'on ne peut exclure un scénario négatif de baisse selon lequel l'économie ralentirait fortement et où l'inflation reviendrait rapidement à son objectif.

### Séparation de la stabilité monétaire et financière

Pour le moment, la BNS a séparé la lutte contre l'inflation des problèmes liés à la stabilité financière. Sur ce dernier point, la banque centrale fournit une liquidité suffisante au système financier. Cependant, les conditions de financement du secteur non financier se sont resserrées, reflétant l'augmentation du coût du financement des banques à la suite des turbulences du secteur financier.

L'écart entre le taux de swap interbancaire à moyen terme et le rendement des obligations d'État suisses a atteint des niveaux observés pour la dernière fois au cours de la crise financière mondiale (voir graphique 24), reflétant un regain d'inquiétude à propos du risque de contrepartie.

### 24. Préoccupation accrue du secteur bancaire



### Le statut de valeur refuge suisse est-il en danger ?

Certains commentateurs pensent que les problèmes rencontrés par Credit Suisse et son acquisition par UBS signifient que la Suisse a perdu son attrait en tant que refuge. Il convient de noter que des préoccupations similaires étaient courantes pendant la crise financière mondiale, mais qu'elles se sont avérées trop pessimistes. À l'époque, comme maintenant, la réponse rapide des autorités suisses a été efficace pour préserver la stabilité financière sans imposer de perte aux déposants et aux clients.

Selon nous, la Suisse devrait résister à cette dernière tempête et conserver son statut de refuge.

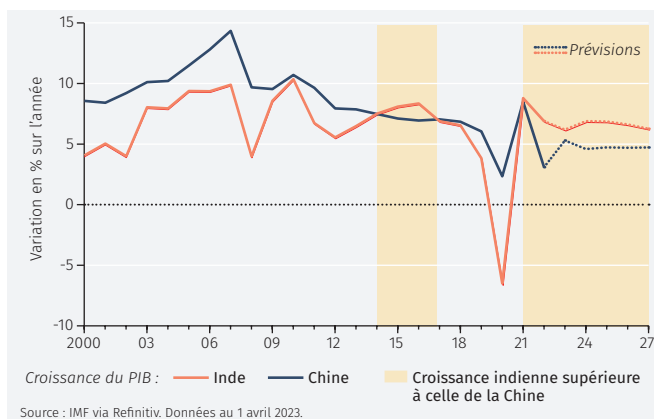
## ASIE

L'activité économique en Asie a été étroitement liée à l'expansion du crédit, qui traverse régulièrement des phases cycliques de croissance puis de récession. La résolution des problèmes que traverse la Chine pourrait prendre un certain temps, et l'Inde semble mieux positionnée.

### Inde contre Chine

La Chine et l'Inde sont des pays très peuplés qui connaissent une croissance rapide depuis un certain temps. Depuis 2000, la croissance de l'Inde est principalement restée à la traîne par rapport à la Chine. Elle ne l'a dépassée que brièvement et légèrement entre 2014 et 2016. Toutefois, selon les dernières prévisions du FMI, cela devrait changer. En effet, l'Inde conserve un potentiel de croissance pour les cinq prochaines années (voir graphique 25). Cette prévision nous semble raisonnable : les données démographiques mettent l'Inde au premier plan, avec une population croissante et plus jeune que la Chine, des dépenses en capital du secteur public élevées et des secteurs bancaires et immobiliers désormais beaucoup plus solides que par le passé.

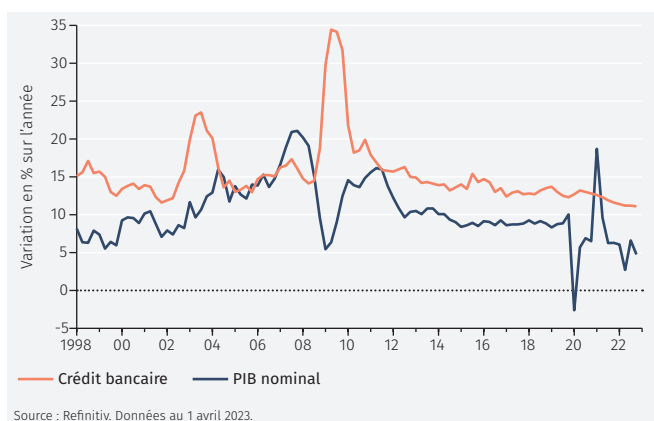
#### 25. Inde c\ Chine



### L'expansion du crédit et le secteur immobilier

Cela fait un certain temps (voir graphique 26), que la croissance nominale de l'économie chinoise est étroitement liée à l'expansion du crédit. Il s'agit d'un schéma observé sur les marchés asiatiques. Cependant, cette expansion du crédit s'est parfois avérée excessive. Elle a notamment provoqué un surdéveloppement dans le secteur de l'immobilier résidentiel et les problèmes qui en découlent. Nous pensons que la résolution de ces problèmes

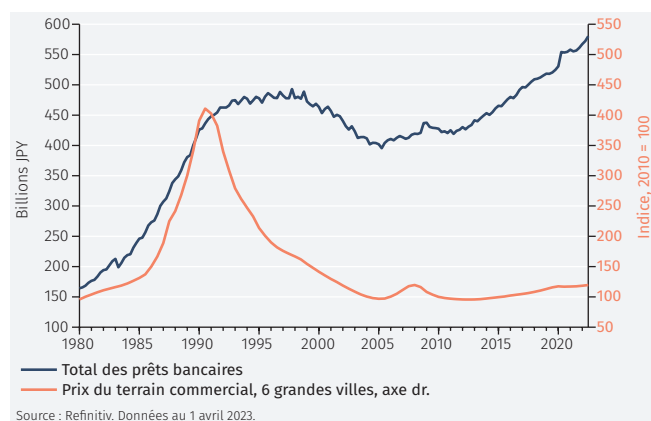
#### 26. Chine : crédit bancaire et PIB



nécessitera encore un certain temps. Comme toujours avec les indicateurs chinois, la situation est quelque peu opaque : les ventes immobilières ont chuté, par exemple, mais les prix ont diminué, car les ventes de terrains par les autorités locales occupent une place importante. En comparaison, le secteur immobilier indien est actuellement caractérisé par de solides ventes et une hausse des prix, car le secteur bancaire est capable de fournir du crédit.

Nous espérons que la correction de la Chine, à la suite de son expansion immobilière alimentée par le crédit, sera plus rapide qu'au Japon. Au Japon, les retombées de l'essor des années 1980 dans les prêts bancaires et le prix des terrains ont mis plusieurs décennies à se résorber (voir graphique 27).

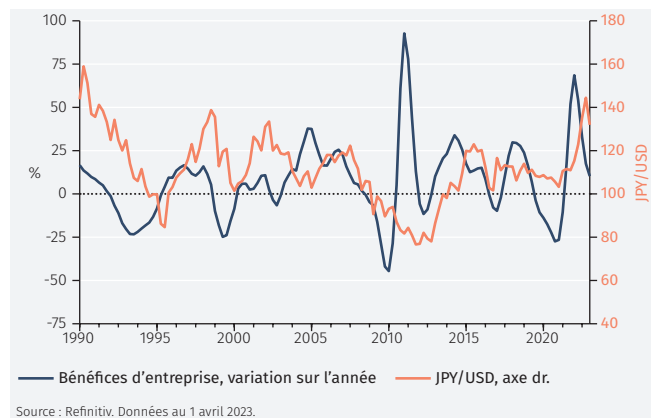
#### 27. Japon : prêts bancaires et prix des terrains



### Japon : le yen et les bénéfices des entreprises

Aujourd'hui, le secteur des entreprises au Japon est guéri. La solidité des bénéfices des entreprises reste un thème important en 2023 et nous pensons que les effets retardés de la faiblesse du yen en 2022 (voir graphique 28) vont constituer un soutien supplémentaire pour les bénéfices des entreprises.

#### 28. Japon : les bénéfices d'entreprise et le yen



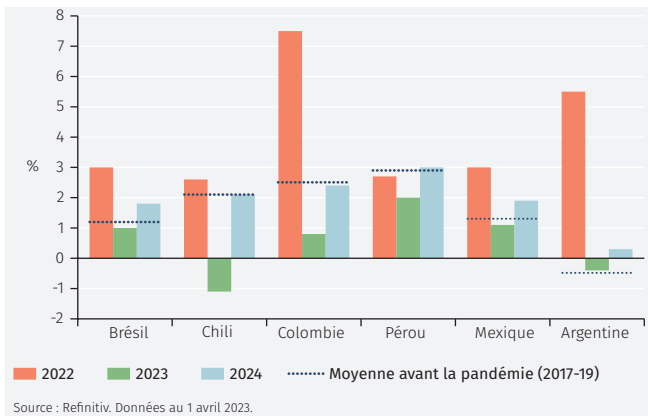
# AMÉRIQUE LATINE

Les problèmes à court terme (croissance plus faible et inflation élevée) exercent une pression sur les économies latino-américaines. La question clé est de savoir si la gestion de ces éléments compromet les réformes à plus long terme.

## Problèmes à court terme

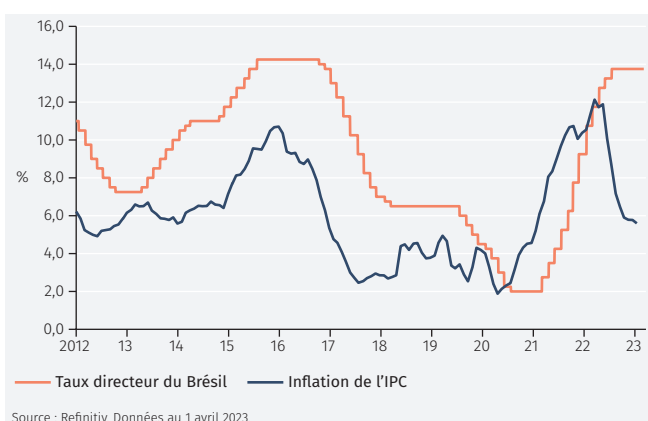
La plupart des économies latino-américaines enregistre une croissance plus faible en 2023 qu'au cours de la période précédant la crise de la Covid (voir graphique 29).

### 29. Schéma de croissance du PIB de l'Amérique latine



Les deux principaux vents contraires sont la hausse des taux d'intérêt et la baisse potentielle des prix des matières premières. Au Brésil, le taux d'intérêt directeur a été relevé à 13,75 % en août 2022 et a été maintenu à ce niveau (voir graphique 30). L'inflation est supérieure à l'objectif de la banque centrale, bien qu'elle ne soit pas aussi importante que dans la plupart des économies avancées : elle était de 5,6 % en glissement annuel en février contre l'objectif de 3,25 %. La banque centrale est sous pression pour relever l'objectif d'inflation. Cela réduirait l'urgence de maintenir des taux d'intérêt si élevés. D'après le président Lula, les taux d'intérêt réels élevés sont injustifiables.

### 30. Brésil : inflation et taux directeur



Toutefois, ces derniers reflètent la prime de risque sur les actifs brésiliens. Cette hausse est due aux inquiétudes concernant l'orientation de la politique budgétaire. Même avant le début du mandat du président Lula le 1<sup>er</sup> janvier, le Congrès a approuvé une exonération d'un an du plafond des dépenses fiscales (ce qui

limite les augmentations des dépenses en fonction de l'inflation). Le plafond avait également été levé pendant la pandémie de Covid. Il existe donc une certaine crainte que les dépenses publiques ne soient pas aussi étroitement contrôlées. Il est vrai que, avec les vents favorables de la hausse des prix des matières premières, les deux premiers mandats de Lula (voir graphique 31) ont vu les niveaux de la dette publique chuter de manière significative. Selon les prévisions du FMI, il est peu probable que cela se reproduise, mais une croissance économique nominale plus élevée contribuera à la réduction du ratio.

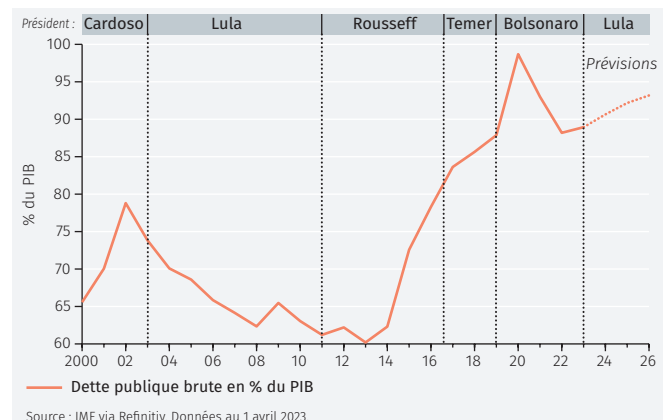
## Le soja et le malbec, les dollars et les pesos.

En Argentine, des contrôles stricts des capitaux et des pressions sur le secteur agricole, récemment accentués par la sécheresse, ont vu l'introduction de taux de change parallèles. Le « dollar soja » et le « dollar malbec » offrent des taux de change plus favorables aux exportateurs de ces produits. Cependant, ce type de taux de change doubles produit des distorsions, car ils manipulent les prix relatifs dans une économie donnée et en favorisant certains secteurs. L'élimination des taux de change doubles conduit généralement à une allocation plus efficace des ressources.<sup>10</sup> Avec des élections générales en 2023, aucun changement ne sera imminent.

## Opportunités à long terme

L'Amérique latine, riche en ressources, a, bien sûr, un énorme potentiel. En outre, ce potentiel peut être exploité pour répondre aux besoins de l'économie mondiale moderne. Deux semaines après son élection, le président Lula a assisté au sommet du climat de la COP27. En effet, les questions de protection de l'environnement font partie des priorités de son gouvernement. L'Argentine a une énorme marge de manœuvre pour développer le tourisme (notamment l'écotourisme) dans le monde post-Covid. La discussion sur une union monétaire potentielle entre le Brésil et l'Argentine, même si elle est ambitieuse, reflète un nouvel esprit de coopération entre ces deux économies. Cependant, les opportunités à long terme se heurtent souvent à la nécessité de prendre des mesures d'urgence à court terme.

### 31. Brésil : stabilisation du poids de la dette ?



<sup>10</sup> Voir <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-countries-need-consider-when-dual-exchange-rates-are-problem>

---

## ZOOM SPÉCIAL : GLOBAL DISCORD

---

*Global Discord*, le titre du nouveau livre de Paul Tucker a fait l'objet de sa présentation pour EFG à Zurich le 8 mars. C'est en effet un thème d'actualité, compte tenu des développements mondiaux en cours.

### Institutions dédiées à la coopération

Les plans de coopération mondiaux dépendent des cultures politiques sous-jacentes et des normes communes des principaux États impliqués. Dans l'après-guerre, la politique internationale et ses institutions ont été fondées sur la coexistence pacifique. Les institutions de collaboration, telles que le FMI, la Banque mondiale et l'Organisation mondiale du commerce (anciennement GATT), ont été construites après la Seconde Guerre mondiale.

À la fin du vingtième siècle, ces institutions avaient une orientation libérale américaine sous-jacente. Par conséquent, à mesure que les pays dotés de normes différentes, notamment la Chine, ont pris de l'importance au XXI<sup>e</sup> siècle, cette orientation a été mise en difficulté. Selon M. Tucker, le conflit entre la Chine et l'Occident est idéologique. Il n'est pas réaliste de penser que la philosophie du Parti communiste chinois (PCC) va changer de manière fondamentale grâce à la réussite économique de la Chine et de sa plus grande intégration avec le reste du monde.

### Quatre scénarios

Paul imagine quatre scénarios pour l'avenir de l'ordre international :

1. un statu quo persistant
2. une lutte entre superpuissances
3. une nouvelle guerre froide
4. un nouvel ordre mondial

Au début, lors de la rédaction du livre (entre 2018 et 2021), M. Tucker considérait que nous nous situons entre les scénarios 1 et 2 : un statu quo persistant et une lutte entre superpuissances (principalement entre les États-Unis et la Chine). À la suite de l'invasion russe de l'Ukraine, Paul Tucker estime que nous nous situons entre les scénarios 2 et 3.

M. Tucker considère que les tensions entre la Chine et l'occident sont de longue durée. En cherchant une situation similaire dans l'histoire, M. Tucker s'arrête sur le « long dix-huitième siècle », de 1689 à 1815. Cette période a été marquée par les tensions et la guerre continues entre la Grande-Bretagne et la France, les deux puissances mondiales dominantes à l'époque. Par la suite, le Concert européen a créé un nouveau modèle de coopération internationale.

Un autre parallèle, souvent évoqué pour comprendre les tensions actuelles, est le piège de Thucydide : la guerre est inévitable lorsqu'une puissance montante défie une puissance établie. Lorsque la guerre du Péloponnèse, décrite par Thucydide, la puissance montante d'Athènes a remis en question la puissance de Sparte. Les travaux de Graham Allison<sup>11</sup> ont montré que, au cours des 500 dernières années, cette situation s'est reproduite 16 fois et la guerre a éclaté à 12 reprises.

L'interdépendance mondiale a été soulignée par la Covid, avec la dépendance des économies occidentales à l'égard d'approvisionnements provenant de pays souvent éloignés (notamment la Chine pour les EPI et l'Inde pour les produits pharmaceutiques). La guerre entre la Russie et l'Ukraine a mis en évidence la dépendance de l'Europe occidentale à l'égard du gaz russe.

Cela indique que des éléments clés des deuxième et troisième scénarios formulés par M. Tucker (une lutte entre les superpuissances et une nouvelle guerre froide) sont déjà à l'œuvre.

### Trois théories à propos des relations internationales

M. Tucker se penche sur les trois principales théories à propos des relations internationales. Ces dernières sont basées sur le travail de Hobbes, qui met l'accent sur le pouvoir ; Kant, qui souligne l'importance des normes et des valeurs ; et Grotius, qui met l'accent sur les institutions et l'interdépendance.

Pris séparément, chacun de ces éléments constitue un cadre inadéquat pour comprendre la situation actuelle. M. Tucker considère que le travail de David Hume et de Bernard Williams, qui s'accordent sur les questions de pouvoir, de valeur et d'interdépendance, apporte une meilleure compréhension.

M. Tucker a cherché à déterminer si la lutte contre les superpuissances (entre la Chine et les États-Unis, mais plus largement l'Occident)<sup>12</sup> est exagérée. Se pourrait-il que l'intégration économique de la Chine dans l'économie mondiale et son succès incontestable en matière de prospérité économique la conduisent à devenir plus « occidentale » ? M. Tucker est sceptique à ce sujet. Il souligne les sept « non » du PRC (dans le document 9 de 2013). Parmi celles-ci, on peut citer le « non » à la promotion de : la démocratie constitutionnelle, la société civile et les droits individuels, le néolibéralisme (marketisation totale), les idées occidentales de liberté de la presse et toute question sur la nature du « socialisme chinois aux caractéristiques chinoises ».

Les organisations internationales de coopération ne sont pas en mesure de faire face à la puissance montante de la Chine. En 2013, l'OMC a statué sur une plainte déposée par les États-Unis contre la Chine, affirmant que les subventions publiques aux exportateurs n'étaient pas autorisées par les règles de l'OMC. Ces dernières ont été émises par les entreprises d'État chinoises, que l'OMC a jugées comme n'étant pas des organismes publics, une décision que M. Tucker qualifie de ridicule. Chaque membre de l'OMC disposant d'un droit de veto, il est difficile de trouver une solution dans de telles circonstances. La solution la plus évidente consiste à développer différents cercles concentriques de relations internationales, fondés sur les valeurs, la géographie et l'histoire. Le fait que le Royaume-Uni rejoigne le PTPGP, qui se compose de 11 pays du Pacifique (Australie, Brunéi, Canada, Chili, Japon, la Malaisie, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, le Pérou, Singapour et le Vietnam), prouve que ces nouveaux accords peuvent surprendre.

<sup>11</sup> Graham Allison, *Destined for War: can America and China escape Thucydides' Trap?* (2017).

<sup>12</sup> L'« Occident » désigne tout État qui respecte l'État de droit et une forme quelconque de gouvernement représentatif. Selon M. Tucker, le Japon, la Corée du Sud et l'Inde en font partie.

## Mentions juridiques importantes

### 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. Il n'est pas destiné à être une présentation définitive des conditions et modalités de tout investissement, 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 toute 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, 116 Park Street, Londres W1K 6AP, Royaume-Uni, téléphone +44 (0)20 7491 9111.

Gérants de fortune externes : dans le cas où le présent document est fourni à des gérants de fortune externes (« GFE »), il est strictement interdit que ces derniers le reproduisent, le divulguent ou le distribuent (en tout ou en partie) et le mettent à la disposition de leurs clients et/ou de tiers. En recevant ce document, les GFE confirment qu'ils devront prendre leurs propres décisions/jugements sur la manière de procéder et qu'il leur incombe de s'assurer que les informations fournies sont conformes à la situation de leurs propres clients en ce qui concerne toute conséquence en matière d'investissement, juridique, réglementaire, fiscale ou autre. EFG décline toute responsabilité pour tout dommage, perte ou coût (direct, indirect ou consécutif) pouvant résulter de l'utilisation du présent document par les GFE, leurs clients ou tout autre tiers.

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

**Australie :** Le présent document a été préparé et publié par EFG Asset Management (UK) Limited, société à responsabilité limitée immatriculée sous le numéro 7389746 ayant son siège social sis 116 Park Street, Londres W1K 6AP (téléphone : +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority, et immatriculée sous le n° 536771. EFG Asset Management (UK) Limited est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne au titre des services financiers qu'elle fournit aux clients institutionnels en Australie. Elle est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (immatriculation auprès de la FCA sous le n° 536771) selon les lois du Royaume-Uni qui diffèrent des lois australiennes. Ce document est fourni de manière confidentielle et son utilisation est uniquement réservée à la personne à qui il a été fourni ou adressé. Il ne peut être reproduit et transmis, en tout ou en partie, à toute autre personne.

#### Dispense de catégorie (« Class Order ») ASIC CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited vous informe qu'elle se fonde sur la dispense de catégorie CO 03/1099 (« Class Order ») de l'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) (telle que prolongée par l'ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) concernant les sociétés réglementées par la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni, qui l'exempte de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne (AFSL) en vertu de la Loi australienne sur les sociétés de 2001 (Cth) (« Corporations Act ») au titre des services financiers que nous vous fournissons.

#### Exigences réglementaires du Royaume-Uni

Les services financiers que nous vous fournissons sont réglementés par la FCA en vertu des lois et des exigences réglementaires du Royaume-Uni, qui diffèrent de celles applicables en Australie. Par conséquent, toute offre ou toute autre documentation que vous recevez de notre part dans le cadre de la fourniture de services financiers est préparée conformément à ces lois et exigences réglementaires. Le terme « exigences réglementaires du Royaume-Uni » désigne la législation, les règles adoptées conformément à la législation, et toute autre politique ou tout autre document pertinent(e) publié(e) par la FCA.

#### Votre qualité de Client institutionnel

Afin que nous puissions vous fournir des services financiers et nous conformer à la Dispense de catégorie, vous devez être un « Client institutionnel » au sens de la section 761G de la Loi australienne sur les sociétés. En conséquence, en acceptant toute documentation de notre part avant le début ou dans le cadre de notre prestation de services financiers, vous :

- nous garantissez avoir la qualité de « Client institutionnel » ;
- acceptez de fournir les informations ou justificatifs que nous pouvons solliciter en tant que de besoin pour confirmer votre qualité de client institutionnel ;
- acceptez que nous puissions cesser de vous fournir des services financiers si vous n'êtes plus un client institutionnel ou si vous ne nous fournissez pas les informations ou justificatifs suffisants pour établir votre qualité de client institutionnel ; et
- acceptez de nous informer par écrit, dans un délai de cinq jours ouvrables, si vous cessez d'être un client institutionnel au titre des services financiers que nous vous fournissons.

**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, notamment 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. Siège social : Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, Bahamas.

**Bahrein :** EFG AG Bahrain est une succursale d'EFG Bank AG, agréée par la Banque centrale de Bahrein (CBB – Central Bank of Bahrain) en tant qu'entreprise d'investissement de catégorie 2, et est autorisée à exercer les activités suivantes : a) négociation d'instruments financiers en tant qu'agent ; b) organisation de transactions sur instruments financiers ; c) gestion d'instruments financiers ; d) conseil en matière d'instruments financiers ; et e) exploitation d'un organisme de placement collectif. Siège social : EFG AG Bahrain Branch, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 1321 Manama -- Royaume de Bahrein.

**Îles Caïmans :** EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. est agréée et réglementée par la Cayman Islands Monetary Authority (« CIMA ») pour exercer toute activité de placement en valeurs mobilières aux îles

Caïmans et depuis ce territoire en application de la Securities Investment Business Law (telle qu'elle a été révisée) des îles Caïmans. Siège social : Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Îles Caïmans. La succursale des îles Caïmans d'EFG Bank AG est agréée en tant que banque de Classe B et réglementée par la CIMA. Siège social : EFG Wealth Management (Cayman) Ltd., Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Îles Caïmans.

**Chypre :** EFG Cyprus Limited est une société de placement établie à Chypre, immatriculée sous le numéro HE408062, ayant son siège social sis à Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosie, Chypre. EFG Cyprus Limited est autorisée et réglementée par la Commission chypriote des valeurs mobilières (CySEC).

**Dubaï :** EFG (Middle East) Limited est réglementée par la DFSA. Ce support est destiné « aux clients professionnels uniquement ». Siège social : EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245, Dubaï, ÉAU.

**Grèce :** EFG Bank (Luxembourg) S.A., succursale d'Athènes, est un établissement de non-réservation d'EFG Bank (Luxembourg) S.A., autorisé à promouvoir les produits et services d'EFG Bank (Luxembourg) S.A. sur la base de la liberté d'établissement de l'UE conformément à une licence accordée par l'autorité de surveillance financière luxembourgeoise, la « CSSF ». Siège social : 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str., 154 51 N. Psychiko, Registre commercial général n° 143057760001.

**Hong Kong :** La succursale de Hong Kong d'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. Siège social : EFG Bank AG, Hong Kong Branch, 18th floor, International Commerce Centre 1 Austin Road West - Kowloon, Hong Kong.

**Liechtenstein :** EFG Bank von Ernst AG est réglementée par la Financial Market Authority Liechtenstein. Siège social : EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**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.

**Luxembourg :** EFG Bank (Luxembourg) S.A. est agréée par le ministère des Finances du Luxembourg et surveillée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). EFG Bank (Luxembourg) S.A. est membre du Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg (F.G.D.L.) et membre du Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg (S.I.L.). R.C.S. Luxembourg n° B113375. Siège social : EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg.

**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 (« RCP ») :** 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'immatriculation : 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 :** EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal est une succursale d'EFG Bank (Luxembourg) S.A., agréée et réglementée par la Banque du Portugal pour la prestation de services d'investissement (conseil en investissement, réception et transmission des ordres) aux clients enregistrés au Luxembourg. La succursale de Lisbonne, qui n'est pas un centre de réservation, agit en vertu d'un passeport de l'Union européenne délivré par la CSSF. N° d'immatriculation de société 98649439 Siège social : Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. 1250, 140 Lisbonne.

**Singapour :** Singapour (UEN n° T03FC6371) est agréée par l'Autorité monétaire de Singapour en tant que banque de gros pour exercer toute activité bancaire et exerce en outre les activités réglementées de négociation de produits des marchés de capitaux (titres, placements collectifs de capitaux, instruments dérivés négociés en bourse, contrats de change au comptant aux fins d'opérations de change à effet de levier et instruments dérivés de gré à gré), de gestion de fonds, de financement de produits et de fourniture de services de garde en tant qu'Etablissement agréé de services de marchés des capitaux exempté en vertu du Securities and Futures Act de 2001 et de fourniture de services de conseil financier en tant que Conseiller financier exempté au sens du Financial Advisers Act de 2001, en consultant d'autres personnes, directement ou par le biais de publications ou documents écrits, et sous forme électronique, papier ou autre, et en consultant d'autres personnes par l'émission ou la promulgation d'analyses de recherche ou de rapports de recherche, sous forme électronique, papier ou autre, concernant les produits d'investissement suivants : titres, placements collectifs de capitaux, instruments dérivés négociés en bourse, instruments dérivés de gré à gré, contrats de change au comptant autres que pour les opérations de change à effet de levier, contrats de change au comptant aux fins d'opérations de change à effet de levier et dépôts structurés. Il convient de demander conseil à un conseiller financier concernant l'adéquation du produit d'investissement, en tenant compte des objectifs d'investissement spécifiques, de la situation financière ou des besoins particuliers du destinataire, avant que le destinataire ne s'engage à acheter le produit d'investissement. Veuillez contacter EFG Bank AG (succursale de Singapour) pour toute question découlant de la présente publication ou en lien avec celle-ci. Veuillez noter toutefois qu'EFG Bank AG (succursale de Singapour) n'assume aucune responsabilité juridique quant au contenu de la présente publication. EFG Bank AG (succursale de Singapour) et EFG Asset Management (UK) Limited ont mis en place des mécanismes et des politiques de séparation appropriés afin de garantir l'indépendance des activités de recherche d'EFG Asset Management (UK) Limited, ainsi que des procédures de gestion de l'influence induite des émetteurs, des investisseurs institutionnels ou d'autres tierces parties sur EFG Asset Management (UK) Limited. D'autres dispositions peuvent être prises si nécessaire pour empêcher l'apparition de conflits d'intérêts. Pour Singapour, le présent document et les produits qui y sont mentionnés sont uniquement destinés aux « investisseurs agréés » et aux « investisseurs institutionnels » au sens du Securities and Futures Act de 2001 et de toute règle ultérieure. Cette annonce n'a pas fait l'objet d'un examen par l'autorité monétaire de Singapour. Siège social : EFG Bank AG, Singapore Branch 79 Robinson Road #18-01 Singapour 068897.

**Suisse :** EFG Bank AG, Zurich, y compris ses succursales de Genève et de Lugano, est autorisée et réglementée par la FINMA. Siège social : EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suisse. Succursales suisses enregistrées : 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. Vous avez reçu ce document de la part d'EFG Private Bank Limited, car vous avez signé une entente de services consultatifs avec EFG Private Bank Limited qui, après avoir procédé à l'examen du ou des produits mentionnés dans ce document, a déterminé qu'ils pouvaient vous convenir. Ce document a été approuvé par EFG Private Bank Limited et vous est transmis par EFG Private Bank Limited.

EFG Private Bank Limited est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. EFG Private Bank Limited est membre de la Bourse de Londres. N° d'immatriculation de société 2321802 Siège social : EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, Londres W1K 6AP, Royaume-Uni, téléphone +44 (0)20 7491 9111.

**États-Unis :** EFG Capital International Corp (« EFG Capital ») est un courtier-négociant inscrit à la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis, 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 et sa société affiliée basée aux États-Unis, EFG Asset Management (Americas) Corp (« EFGAM Americas »), un conseiller en investissement inscrit à la SEC. 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 sous l'égide d'EFG International AG et peuvent gérer un personnel mutuellement lié. Siège social : 701 Brickell Avenue, Ninth Floor – FL 33131 Miami.

© EFG. Tous droits réservés