

# INSIGHT

PERSPECTIVES DE MARCHÉ TRIMESTRIELLES

T3 2020

THÈMES ABORDÉS DANS CETTE PUBLICATION :



ALLOCATION D'ACTIFS  
STRATÉGIQUE MONDIALE



SÉLECTION DE VALEURS  
MONDIALE



ALLOCATION D'ACTIFS  
RÉGIONALE



CONSTRUCTION DE  
PORTEFEUILLE RÉGIONALE

## Prochains coups à jouer



### PANORAMA

Les projecteurs sont braqués sur la politique et les élections présidentielles de novembre aux États-Unis

### ÉTATS-UNIS

Assouplissement politique à une échelle sans précédent

### ASIE

Réduction de la pauvreté et hausse des inégalités en Chine

### ZOOM SPÉCIAL

ESG après la pandémie

# PANORAMA

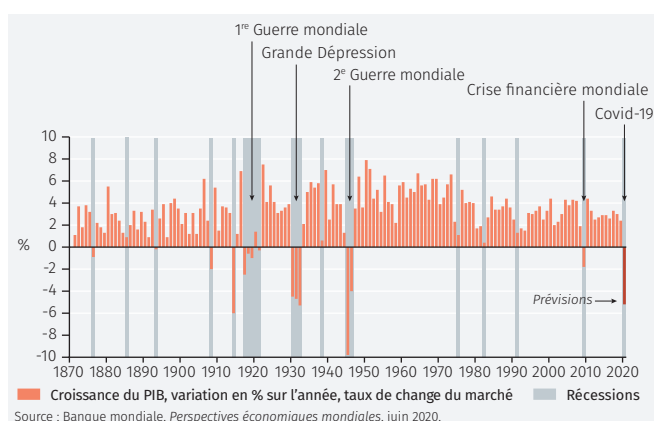
Si la récession mondiale de 2020 s'annonce d'une brutalité inouïe, la réponse politique, qui ne fait pas dans la demi-mesure, ne s'est pas fait attendre. Que pouvons-nous attendre de plus des économies, des réglementations et de la politique ?

## Une récession mondiale hors norme

Le PIB mondial devrait se contracter d'environ 5 % en 2020, ce qui conduirait à la plus grande récession depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.<sup>1</sup> Cette récession est en outre singulière en ce qu'aucune autre récession mondiale des 150 dernières années n'a été provoquée par une pandémie. Au risque de nous répéter, nous sommes indubitablement entrés dans une « période de l'histoire sans précédent ».

Les récessions font souvent suite à une crise financière (la plus récente étant celle de 2009 qui a touché le monde entier), généralement en raison d'une forte expansion de la monnaie et du crédit, et d'une flambée des prix des actifs. On relève toutefois d'autres facteurs déclencheurs : les deux chocs pétroliers des années 70 et le resserrement brutal de la politique monétaire américaine du début des années 80 visant à juguler l'inflation. En jetant un regard rétrospectif sur notre histoire, les courtes récessions de la fin du XIXe siècle trouvent leur origine dans le secteur agricole. Par exemple, en 1876, une invasion de sauterelles dévastait les récoltes des nouvelles terres du Midwest de l'Amérique.

## 1 PIB mondial depuis 1870

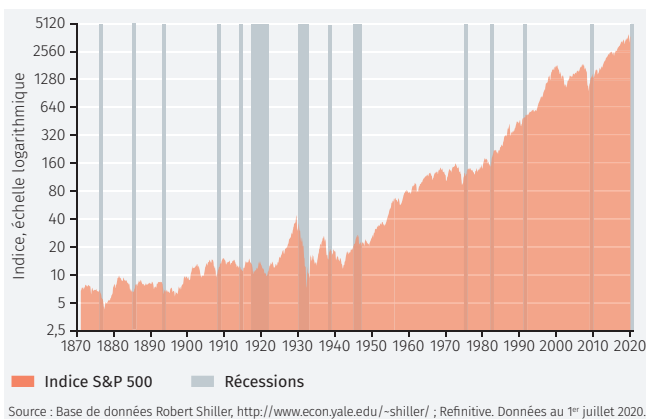


Dans le cadre de l'actuelle récession, beaucoup ont exprimé leur surprise quant au gouffre qui s'est creusé entre le comportement du marché boursier et l'économie réelle.<sup>2</sup> L'indice MSCI des actions mondiales, ayant baissé de près d'un tiers entre le début de l'année et le 23 mars, avait récupéré l'essentiel de ses pertes au 1<sup>er</sup> juillet, quand le Nasdaq américain, fortement représenté par les entreprises du secteur technologique, atteignait des plus hauts. Les récentes fluctuations de prix sont assimilées à un fléchissement de la tendance haussière à long terme de l'indice américain S&P 500 (voir graphique 2).

## Un excès de confiance du marché boursier ?

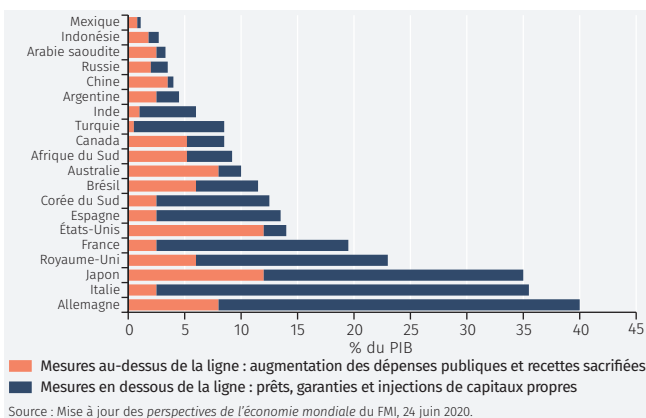
Peut-on affirmer que le marché des actions ne prend pas suffisamment de précautions face aux dégâts économiques provoqués par le Covid-19 ? On peut soutenir que le comportement du marché est

## 2. Indice S&P 500 depuis 1870



raisonnable pour trois raisons. Évoquons en premier lieu la réaction politique de grande ampleur manifestée pour faire face à la crise (voir graphique 3). Globalement, les mesures prises en matière de politique budgétaire sont aujourd'hui estimées à environ 11 billions USD.<sup>3</sup> La moitié de ces mesures (5,5 billions USD) consistent en une hausse des dépenses publiques et impliquent le renoncement à certaines recettes, ce qui n'est pas sans répercussion directe sur le montant des enveloppes publiques. L'autre moitié (5,5 billions de dollars) regroupe divers prêts, garanties et injections de capitaux propres qui pourraient accroître la dette et les déficits publics à terme en cas de pertes subies. La réponse donnée dans les pays développés a été de plus grande envergure que dans les pays émergents. La réplique actuelle sur le plan budgétaire s'élève à environ le double de celle apportée à la crise financière mondiale de 2008-2009. La réponse en matière de politique monétaire a donné lieu à une baisse initiale et rapide des taux d'intérêt directs dans les économies avancées, suivie d'achats colossaux d'actifs (voir graphique 4). Les achats des quatre principales banques centrales ont déjà représenté le double des achats effectués durant la

## 3. Réponse budgétaire face à la crise



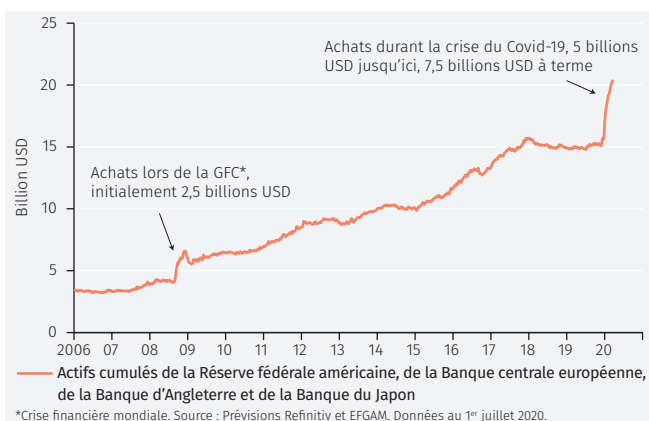
<sup>1</sup> La définition de récession mondiale donnée par la Banque mondiale s'appuie sur une contraction annuelle du PIB mondial par habitant, mesurée à l'aide des pondérations du PIB aux prix de 2010 et aux taux de change du marché, mais elle est également partiellement biaisée. Par conséquent, certaines années enregistrant une croissance positive dans le graphique 1 sont assimilées à des récessions.

<sup>2</sup> « A dangerous gap », la couverture de *The Economist* 9 mai 2020, récapitule ce point de vue.

<sup>3</sup> Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale du FMI, Juin 2020. <https://www.imf.org/fr/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOupdateJune2020>

# PANORAMA

## 4. Réponse de la banque centrale face à la crise



crise financière mondiale (GFC) et devraient être au moins trois fois plus importants. Cette tendance devrait se poursuivre jusqu'en 2020 en atteignant au moins 7,5 billions de dollars US d'ici la fin de l'année.

Deuxièmement, le niveau très bas des taux d'intérêt et des rendements obligataires renforce l'attractivité des actions, tant en termes de source de revenus que pour leurs perspectives de croissance.

Troisièmement, l'évolution potentiellement rapide des pratiques de travail et des affaires à la suite de la crise de la Covid-19 pourrait être freinée par une exposition à certains secteurs du marché boursier. « Il y a des décennies où rien ne se passe et des semaines où des décennies se produisent ». Cette citation de Lénine illustre parfaitement notre situation actuelle. Les dispositions d'urgence mises en place pour faire face à la crise pourraient être provisoires. Néanmoins, nous pensons qu'elles devraient déclencher des changements plus radicaux à plus long terme dans les modes d'exploitation des entreprises, les modes de consommation des ménages, la nature des voyages d'affaires et de loisirs, ainsi qu'au niveau des moyens de communication.

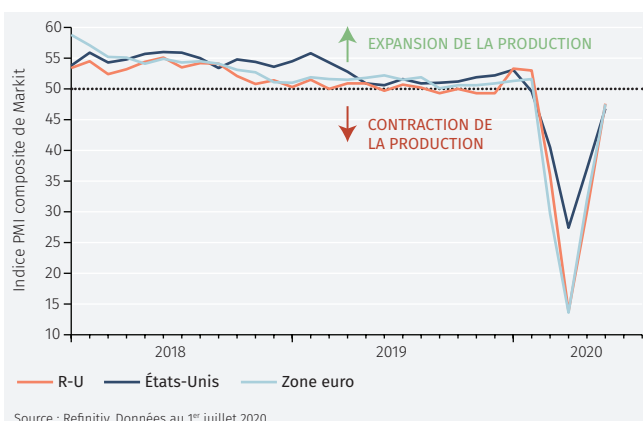
Par ailleurs, un retour aux modes de vie antérieurs au Covid-19 apparaît très improbable. Autrement dit, bien qu'il y ait eu un certain engouement quant à l'éventualité d'une reprise en forme de V (suggérée par un certain nombre d'indicateurs, voir graphique 5), il semble peu probable que ce vent d'espoir souffle sur tous les secteurs de l'économie. Divers domaines seront affectés de manières très différentes. Dans l'ensemble, la reprise est, selon nous, encore plus susceptible d'être en forme de U ou de « Nike » (virgule inversée), la reprise prenant plus de temps à démarrer ou ralentissant à mesure qu'elle progressera.

Le revers de la médaille est que certaines entreprises subiront manifestement de lourds préjudices, alors que d'autres ressortiront de cette crise sous une tout autre forme. Il y aura des gagnants et des perdants notoires, une tendance que l'on observe déjà dans les performances sectorielles des marchés actions mondiaux. Dans les grandes largeurs, les secteurs basés sur le commerce électronique, les communications virtuelles et technologiques devraient tirer leur épingle du jeu à mesure de la régression des offres de services en personne, physiques et de commerce de proximité, si ce n'est que le tableau sera probablement plus nuancé.

## Prochains coups à jouer : la politique américaine au cœur de toutes les attentions

L'impact de ces changements sur les politiques nationales et mondiales sera un enjeu majeur du second semestre. Aux États-Unis, tous les regards se porteront sur l'élection présidentielle du 3 novembre. Il est

## 5. S'apparente à un « V »

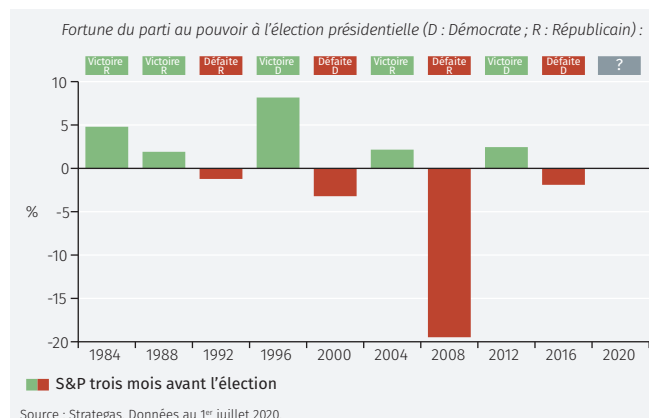


souvent possible d'anticiper l'issue de ces élections en examinant le comportement des principaux indicateurs économiques (l'emploi, la croissance des revenus, la survenance éventuelle d'une récession, etc.). Toutefois, cette analyse conventionnelle peut s'avérer moins fructueuse dans un monde qui se relève à peine d'une pandémie.

Il y aura de toute évidence une multitude de sondages, mais ces derniers pourraient en réalité manquer de fiabilité. Par exemple, en juin 1988, George HW Bush qui devançait son opposant démocrate de 12 points de pourcentage, a finalement remporté l'élection avec huit points d'avance. En 2016, les sondages présageaient la victoire d'Hilary Clinton même le jour du scrutin. Les votes dans les principaux swing States seront cruciaux pour l'issue de l'élection. Les tendances observées dans ces états pivots semblent par ailleurs annoncer un scrutin très serré.

Pour ceux qui seraient pris de vertiges face aux subtilités de cette analyse politique, le comportement du marché boursier (voir graphique 6) est un indicateur très fiable de l'issue des élections depuis 1984 : une hausse des cours durant le trimestre précédant les élections s'accompagne d'une victoire du parti sortant, alors qu'un effondrement des cours annonce sa défaite. Le président Trump espère précisément que la hausse des marchés boursiers se poursuivra jusqu'au 3 novembre.

## 6. Marché boursier et réélection présidentielle des États-Unis



## PERFORMANCES DES MARCHÉS FINANCIERS

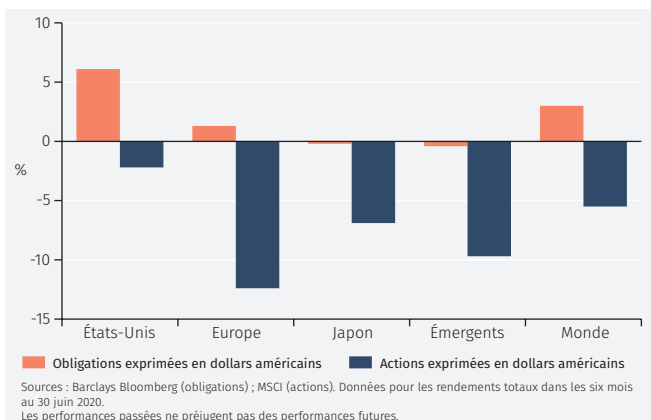
Au deuxième trimestre 2020, les marchés actions essayaient leurs pertes du premier trimestre. La performance des obligations américaines à 10 ans s'élevait à 14 %. La fragilité des dollars australien, canadien et néo-zélandais, ainsi que de la livre sterling, s'est révélée capitale.

### Performances des marchés financiers

Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré un repli de 5,5 % en dollars américains au premier semestre 2020 (voir graphique 7) sur la base de l'indice MSCI World exprimé en dollars américains. Ceci étant, le premier semestre a connu deux trimestres des plus marquants : une forte reprise au deuxième trimestre de l'année, après un premier trimestre marqué par des pertes. En effet, les résultats positifs du deuxième trimestre pour les actions mondiales ont été les plus solides depuis le deuxième trimestre 2009. Ces deux périodes ont été marquées par un fort soutien politique aux économies par temps de grandes incertitudes.

Les rendements du marché obligataire mondial ont atteint 3 % au premier semestre sur la base de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate.<sup>4</sup> Les rendements des obligations américaines (mesurés à l'aide de l'indice Bloomberg Barclays US Aggregate) ont atteint 6,1 % et les obligations des marchés émergents, après une reprise consécutive à un premier trimestre médiocre, ont produit des rendements totaux légèrement négatifs pour le premier semestre.

### 7. Rendements du marché des actifs

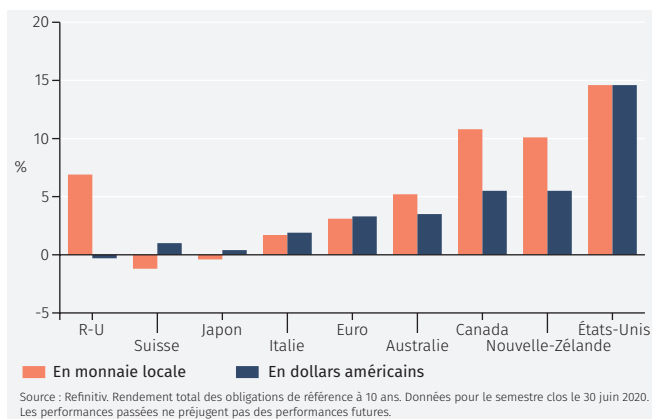


### Marchés obligataires

Face à la baisse des rendements sur l'ensemble des échéances obligataires, les obligations à plus longue échéance ont de manière générale produit des rendements totaux supérieurs. Par exemple, le rendement total des obligations d'État américaines à 10 ans atteignait 14,6 % au premier semestre (voir graphique 8). Les rendements en devises locales des obligations d'État de la zone euro à échéance de 10 ans étaient inférieurs, bien qu'ils aient fait l'objet d'une légère hausse exprimée en dollars américains du fait de l'appréciation de l'euro. Au sein de la zone euro, les rendements totaux ont été les plus élevés pour les obligations d'État allemandes et françaises, bien que les achats d'obligations de la Banque centrale européenne aient été orientés vers l'achat de davantage d'obligations italiennes et espagnoles en fin de période.

Les rendements des obligations d'État à 10 ans en Australie, au Canada et en Nouvelle-Zélande sont tombés en dessous de la barre des 1 % ; et

### 8. Rendements des marchés obligataires

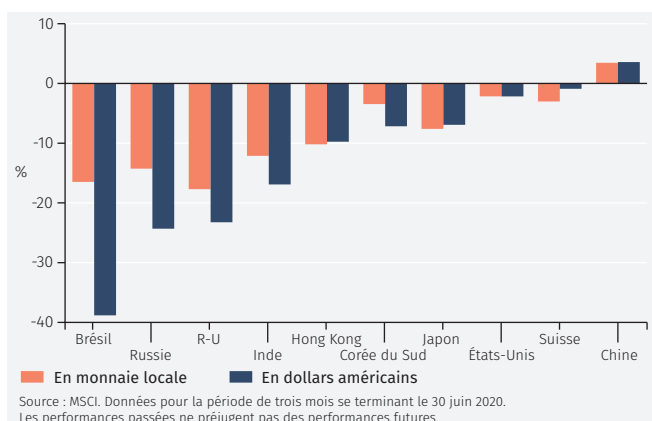


les rendements des obligations à 10 ans britanniques sont tombés à seulement 0,2 % en fin de période. Ces marchés ont par conséquent enregistré de solides rendements en devises locales. Dans tous les cas, ce point positif a néanmoins été compromis en dollars américains du fait de la dépréciation monétaire.

### Marchés actions

Le marché boursier américain (voir graphique 9) a perdu environ 2 % en termes de rendement total au cours du premier semestre de l'année, un net rebond au deuxième trimestre compensant la plupart des pertes enregistrées au premier trimestre. En Chine, le rebond du deuxième trimestre a dégagé des résultats encore plus solides, conduisant à des rendements totaux s'inscrivant légèrement dans le vert pour le premier semestre. Au Royaume-Uni, la reprise s'est montrée plus timorée sur le marché. Elle a d'ailleurs de nouveau été fragilisée par la faiblesse de la livre sterling, enregistrant ainsi des pertes de 23 % en dollars américains au premier semestre. Le Brésil a enregistré 39 % de pertes en dollars américains, traduisant parfaitement les répercussions dramatiques de la crise du Covid-19 dans ce pays.

### 9. Performances des marchés actions



<sup>4</sup> 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

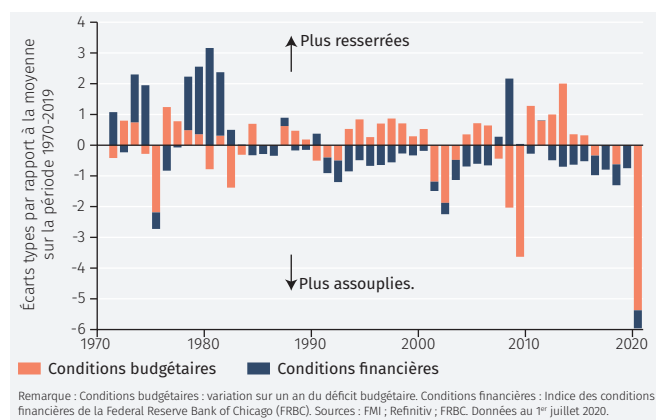
L'assouplissement combiné des conditions budgétaires et financières devrait dépasser de loin celui des crises précédentes : le choc pétrolier des années 70, l'éclatement de la bulle internet, la crise des subprimes, ainsi que la crise financière mondiale. Est-ce une solution viable ?

## Assouplissement budgétaire et financier

L'approche adoptée par les États-Unis pour faire face à la crise du Covid-19 a débouché sur un train de mesures d'assouplissement budgétaire et financier d'une ampleur inédite (voir graphique 10).

Sur la base des dernières prévisions du FMI, le déficit public devrait atteindre 24 % du PIB en 2020, soit un taux quatre fois supérieur à celui de 2019. Cette augmentation est comparable à celle de la Seconde Guerre mondiale (qui a grimpé à 27 % du PIB en 1943, un taux proche du solde d'avant-guerre).<sup>5</sup> En d'autres termes, il s'agit d'une hausse de près de six écarts-types du déficit budgétaire. Une telle formulation de l'assouplissement budgétaire nous permet de le comparer à l'indice des conditions financières de la Federal Reserve Bank of Chicago (qui est également assimilé au nombre d'écarts-types loin de la moyenne). Cette mesure prise chaque semaine depuis 1971, évalue les conditions des marchés monétaires, des marchés de la dette et des actions, ainsi que des systèmes bancaires traditionnels et « de l'ombre ». Elle s'est considérablement assouplie depuis fin mars 2020, d'autant plus que les mesures prises par la Fed ont conduit à un assouplissement (en raison des conditions de crise) pour divers marchés financiers.

## 10. Assouplissement exceptionnel des politiques

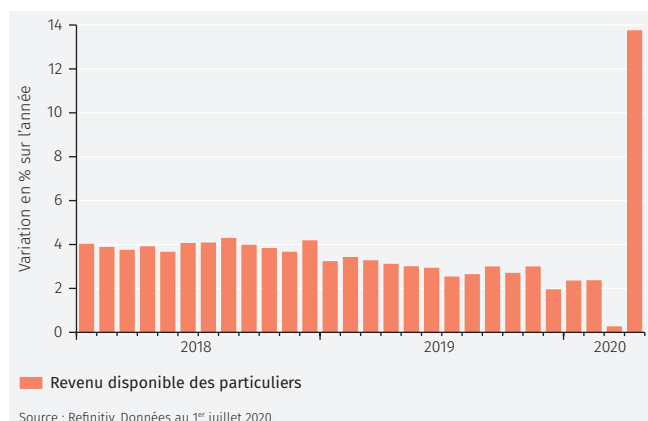


L'assouplissement des conditions budgétaires et financières en 2020 dépassera, dans le cadre de ce train de mesures, avec une avance considérable, celle du choc pétrolier du début des années 1970, de l'éclatement de la bulle de l'Internet en 2001/2 et de la crise financière mondiale / des subprimes.

## Est-ce une solution viable ?

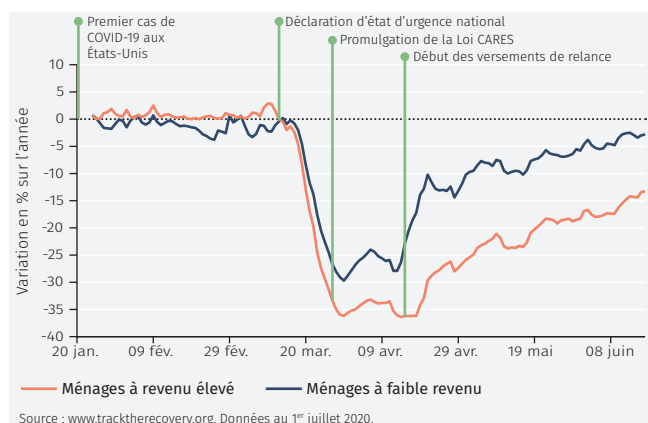
L'introduction rapide de mesures de soutien budgétaire a eu un impact direct sur les revenus disponibles. Dans l'ensemble, ceux-ci ont fortement augmenté en mai (voir graphique 11). Toutefois, les consommateurs ont réagi de façon diverse et variée (voir graphique 12).

## 11. Revenus disponibles des ménages



Le quartile le plus élevé des salariés a réduit ses dépenses de 13 %. Cette réduction s'est concentrée sur les services en personne, comme les repas au restaurant, les loisirs et les divertissements. Si les employés de ces secteurs, souvent mal rémunérés ont été mis à rude épreuve, leurs dépenses ont pourtant tenu bon, notamment après le début des versements de relance du 15 avril.

## 12. Dépenses des ménages



Une tendance plus durable des dépenses reposera sur une reprise au sens large de l'activité économique, une tâche complexifiée par la nature changeante de l'économie. L'indice Nasdaq, essentiellement représenté par des entreprises de technologies qui devraient bénéficier du passage à un nouveau modèle d'activité économique, envoie un signal optimiste quant à cette transition. Sa capitalisation boursière dépasse désormais celle de tous les marchés boursiers non américains au monde.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306#deficit-by-year-since-1929>.

<sup>6</sup> Source : Nasdaq et MSCI au 1<sup>er</sup> juillet 2020.

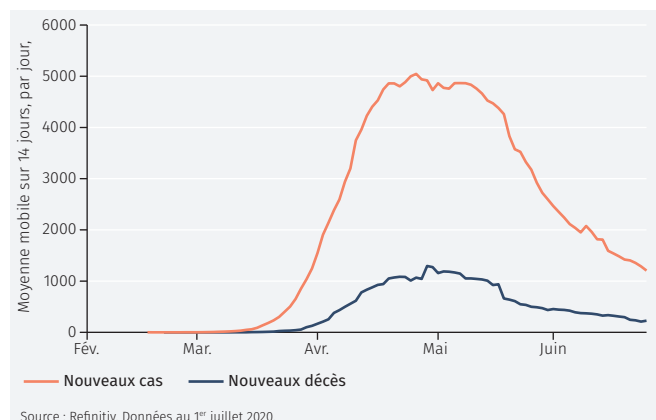
## ROYAUME-UNI

Trois difficultés continuent d'éclipser le Royaume-Uni : la crise actuelle du Covid-19 ; un problème potentiel de croissance excessive de la monnaie et du crédit ; et la solution à trouver pour le Brexit.

### Crise du coronavirus

Le Royaume-Uni a indéniablement mal géré la crise du coronavirus. Il détient malheureusement à ce jour, après la Belgique, le triste record du taux de mortalité lié au virus (par million d'habitants). La réponse politique a souvent manqué de clarté et de cohésion. Certes, le Royaume-Uni est plus vulnérable que bon nombre d'économies en raison de son niveau d'échanges élevé avec le reste du monde. Londres est toujours l'un des principaux centres financiers du monde, le pays jouant un rôle majeur dans l'éducation, la recherche et les technologies à l'échelle mondiale. Le Royaume-Uni devrait en conséquence enregistrer une forte contraction du PIB en 2020 (10,2 % selon les dernières prévisions du FMI, par exemple). Le marché boursier a pris du retard par rapport aux autres marchés actions des pays développés et la livre sterling s'est dépréciée depuis le début de l'année. Maintenant que le nombre de cas de contamination et de décès liés au Covid-19 diminue (voir graphique 13), la question primordiale est de savoir si cette fragilité persistera. L'une des principales préoccupations consiste à déterminer si le Royaume-Uni traverse une deuxième vague en pleine reprise de l'activité.

### 13. Covid-19 au Royaume-Uni : cas de contaminations et décès

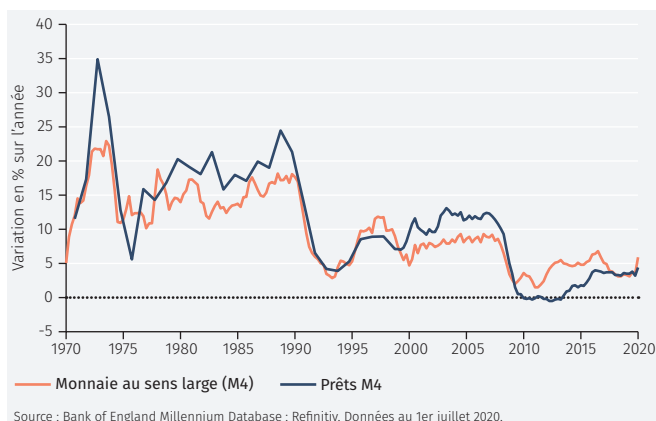


### Croissance de la monnaie et du crédit

L'un des problèmes à plus long terme de l'économie britannique est son excédent périodique de monnaie et de crédit. Ces indicateurs sont repartis à la hausse (voir graphique 14) en grande partie à cause des mesures politiques prises pour lutter contre la pandémie. Certes, les taux de croissance ne sont pas aussi rapides que ceux des années 70, qui ont précédé une inflation bien supérieure. Toutefois, certains craignent qu'une inflation supérieure ne soit qu'une question de temps, étant donné la croissance monétaire plus forte et d'autres changements structurels observés.

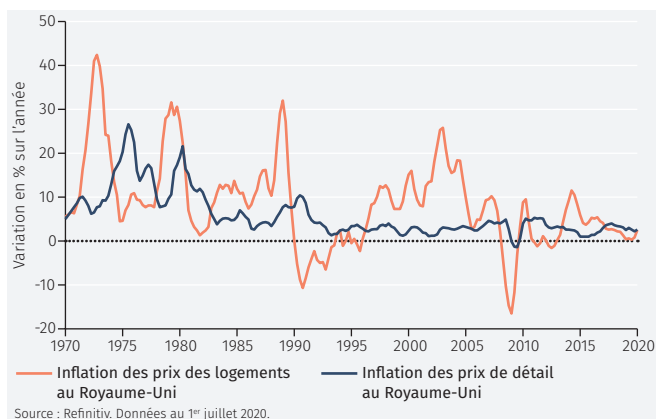
Cette préoccupation est, selon nous, déraisonnable. En effet, l'inflation britannique devrait plus vraisemblablement rester modérée. Auparavant, une croissance monétaire plus rapide était stimulée par une croissance plus vigoureuse du crédit, cette dernière étant souvent une des conséquences de la libéralisation du système financier. Dans le contexte actuel, la croissance plus rapide du crédit s'explique essentiellement par des programmes gouvernementaux visant à accorder des prêts à des conditions préférentielles aux entreprises afin de les aider à surmonter les difficultés liées au Covid-19. Il est peu probable que ces prêts soient

### 14. Croissance monétaire et prêts bancaires britanniques



remboursés dans leur intégralité. À cet égard, la croissance du crédit est quelque peu illusoire. Il est peu probable que cette croissance plus forte du crédit se traduise par un essor du marché et des prix des logements. Réciproquement, l'inflation des prix des logements ayant auparavant favorisé une inflation plus générale au Royaume-Uni (voir graphique 15), nous sommes convaincus que l'inflation restera modérée.

### 15. Prix des logements et inflation au Royaume-Uni



### Stratégie post-Brexit

Le Royaume-Uni n'ayant pas demandé à prolonger sa période de transition au Brexit (la date limite était fixée au 1<sup>er</sup> juillet), il quittera l'UE en fin d'année avec ou sans accord. 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 sera négociée d'ici la fin de l'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. Si la livre nous semble toujours sous-évaluée, rares seront ceux qui seront disposés à plébisciter cette monnaie et les actifs britanniques tant que les perspectives économiques et le Brexit resteront empreints d'incertitude.

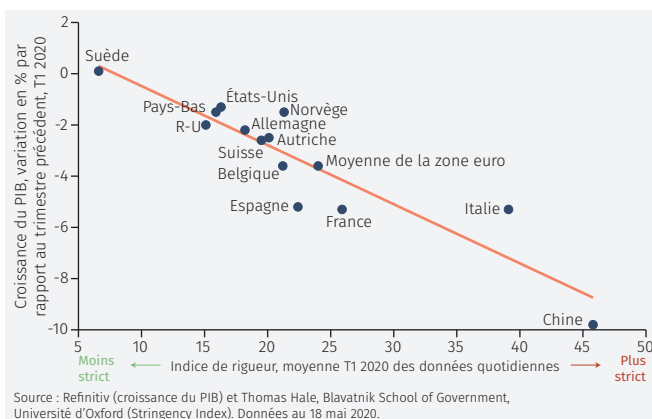
## ZONE EURO

Au second semestre 2020, les progrès réalisés en matière d'assouplissement des restrictions liées au confinement dans la zone euro seront au centre de toutes les attentions. L'accent sera de mise sur de nouvelles mesures de soutien, comme le Fonds de relance européen.

### Impact du confinement sur le PIB

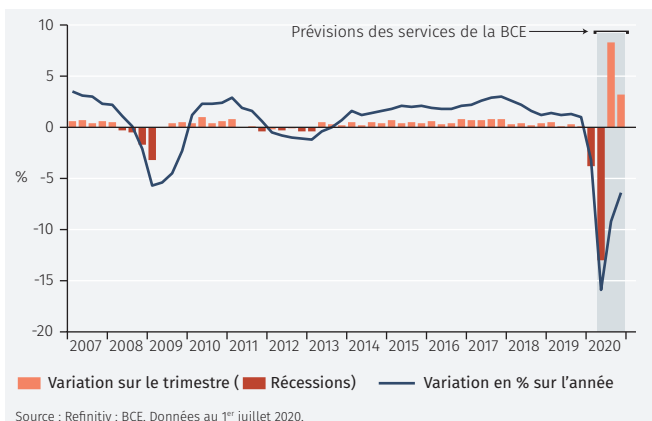
Dans l'ensemble de la zone euro, les mesures de confinement ont été assouplies dans de nombreux pays, certains signes indiquant même un rebond de l'activité. Toutefois, les dernières données recueillies sur la croissance du PIB se rapportent au premier trimestre 2020, en grande partie avant la mise en place de ces mesures de confinement. Durant cette période, on a observé un lien raisonnablement étroit entre croissance du PIB et rigueur du confinement des économies (voir graphique 16). Dans la zone euro, le PIB baissait de 3,5 % et le niveau de rigueur était évalué en moyenne à 24 (sachant que sur une échelle de 0 à 100, une note élevée est synonyme de rigueur plus prononcée). La Suède (hors zone euro) a imposé moins de restrictions et a en réalité enregistré une croissance modeste du PIB. Les mesures prises en Italie ont été les plus strictes, le pays ayant enregistré une baisse du PIB de 5,3 %.

#### 16. Rigueur du confinement et croissance du PIB



L'évaluation moyenne de la rigueur dans la zone euro était donc presque trois fois plus importante, principalement parce que des mesures de confinement ont été maintenues pendant quasiment tout le deuxième trimestre. Le PIB se contractera fortement au cours de ce trimestre (les données seront disponibles fin juillet). Les prévisions des

#### 17. Croissance du PIB de la zone euro



services de la Banque centrale européenne, présentées au graphique 17, indiquent une baisse du PIB de 13 %, suivie d'un net rebond. Ces éléments sont bien entendu susceptibles de modifications.

### Réponse sur le plan politique

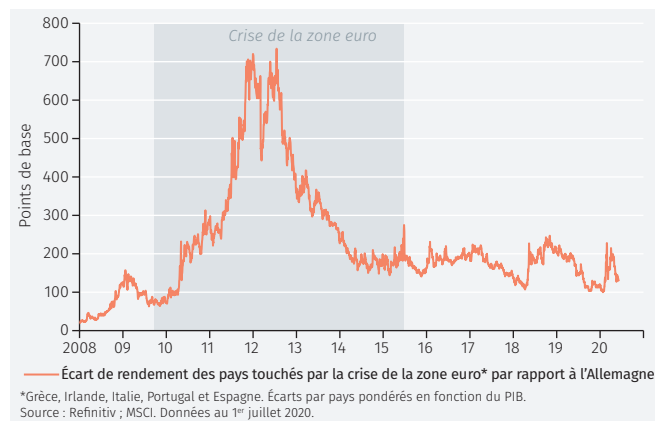
Comme dans d'autres économies avancées, la réponse politique a été de grande envergure. Le Fonds de relance européen, annoncé en mai, qui prévoit une enveloppe de 750 milliards d'euros, accordera des subventions et des prêts dans toute la zone euro. Son lancement a été salué par certains comme un « moment hamiltonien » pour l'Europe : l'avènement d'une politique budgétaire centrale tant espérée.<sup>7</sup> Pourtant, le fonds n'a pas encore été approuvé. Il ne devrait débloquer aucune somme avant 2021 et n'est pas destiné à éponger les dettes des États membres.

Chaque pays a pris ses propres initiatives en matière de politique budgétaire. Certaines d'entre elles sont d'une ampleur vertigineuse. Le FMI estime que les mesures « au-dessus de la ligne » (hausse des dépenses publiques et recettes sacrifiées) représentent 8 % du PIB en Allemagne contre 2,5 % en France, en Italie et en Espagne. Les « Mesures en dessous de la ligne » (prêts, garanties et injections de capitaux propres) sont encore plus importantes, puisqu'elles représentent en moyenne 25 % du PIB dans ces quatre pays. Les mesures « au-dessus de la ligne » devraient, selon nous, se révéler plus efficaces en termes de soutien à l'économie. Il est pour l'heure, difficile d'évaluer l'usage et l'efficacité des mesures « en dessous de la ligne ».

### Achat d'obligations par la BCE

L'une des réponses politiques qui a immédiatement eu un effet sans équivoque demeure toutefois le changement des conditions d'achat d'obligations de la BCE. Cette dernière a assoupli la limite qu'elle s'était imposée sur la proportion d'obligations souveraines pouvant être achetées dans le cadre de son programme d'achat d'actifs. Cela a eu pour effet d'inverser l'élargissement de l'écart de rendement de début 2020 (en particulier celui italien) avec l'Allemagne (voir graphique 18). Cet écart est peut-être le principal indicateur de la crédibilité de la politique de la zone euro, d'autant plus qu'il s'agit de celui que l'on peut observer en temps réel.

#### 18. Écarts de rendement de la zone euro



<sup>7</sup> Sous Alexander Hamilton, le premier secrétaire américain au Trésor, le gouvernement fédéral américain a supporté et honoré toutes les dettes contractées par chaque État américain pendant la guerre d'indépendance.

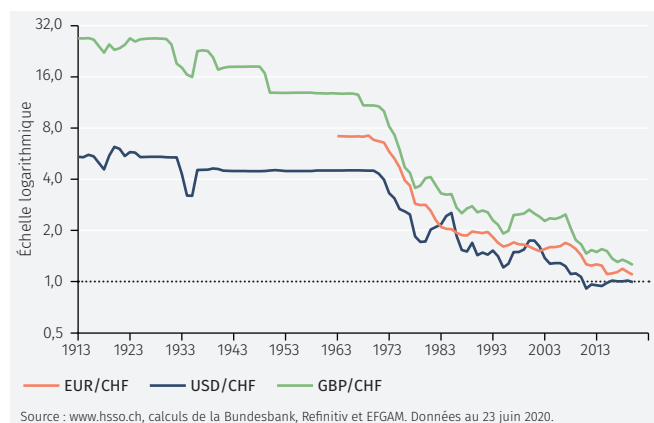
## SUISSE

Compte tenu de la vigueur récente du franc suisse, il est judicieux de s'appuyer sur une perspective à plus long terme. C'est le signe que la monnaie reste modérément surévaluée en termes réels et semble susceptible de baisser légèrement.

### Tendance du franc suisse depuis 1913

Le graphique 19 présente les taux de change du franc suisse par rapport à l'euro depuis 1963, ainsi qu'en comparaison du dollar américain et de la livre sterling britannique depuis 1913. Après une période de relative stabilité jusqu'aux années 1930, la Grande Dépression a déclenché la première vague d'appréciation du franc suisse. Après la seule dévaluation du franc suisse en 1936, le taux USD/CHF n'a pas évolué jusqu'en 1971. Cela traduit l'adhésion *de facto* de la Suisse au système monétaire hérité des Accords de Bretton Woods, prévoyant la mise en place d'un taux de change fixe.

#### 19. Taux de change du franc suisse depuis 1913



Au cours des années 1960, la hausse des déficits budgétaires et de l'inflation aux États-Unis a suscité des pressions en faveur d'une dévaluation du dollar. En août 1971, après que la Suisse avait déjà renoncé au système de Bretton Woods, les États-Unis ont suspendu la convertibilité de l'or, marquant ainsi le début du régime de changes flottants et de l'appréciation tendancielle du franc suisse.

### Taux réels et nominaux

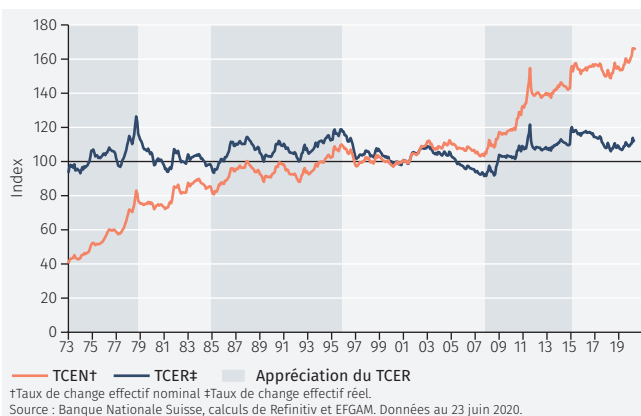
Une hausse du taux de change ne mettra pas en péril la compétitivité d'un pays si elle est compatible avec l'écart d'inflation du pays par rapport à ses partenaires commerciaux. Le taux de change réel, corrigé de l'inflation, serait alors stable. Le graphique 20 présente les indices des taux de change effectif nominal et réel du franc (TCEN et TCER, respectivement).<sup>8</sup> Depuis 1973, le franc TCEN a augmenté de plus de 300 % alors que le TCER est resté circonscrit à une fourchette relativement réduite. Un examen minutieux du TCER en francs suisses indique qu'il a basculé entre des épisodes d'appréciation (les zones grisées du graphique 20) et de dépréciation.<sup>9</sup> Ces fluctuations ont été vivement influencées par les changements de politique monétaire en Suisse et à l'étranger.

<sup>8</sup> L'analyse tient compte du TCER ajusté en fonction de l'indice des prix à la production (IPP), car il traduit mieux l'évolution relative des prix des biens échangeables.

<sup>9</sup> Un épisode d'appréciation passe d'un creux majeur à un pic majeur. On parle de creux majeur lorsque celui-ci est inférieur aux creux mineurs précédents et successifs et qu'il est inférieur à la tendance d'au moins deux écarts types. En conséquence, on parle de pic majeur lorsque ce dernier est supérieur aux pics mineurs précédents et successifs, et qu'il est supérieur à la tendance d'au moins deux écarts-types. L'exception est la période 2008-2015 où le pic qui a suivi l'arrêt du taux de change plancher est assimilé à la fin de l'épisode d'appréciation du franc suisse.

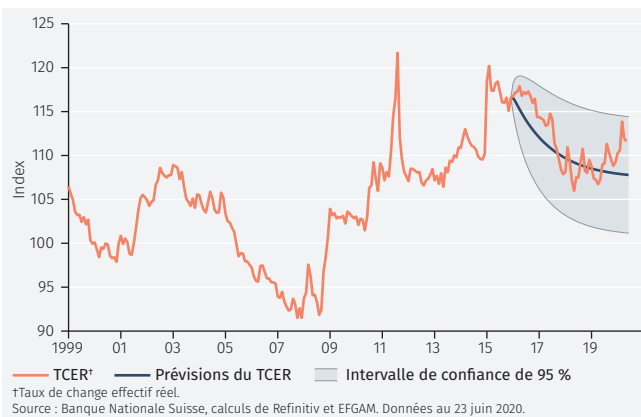
<sup>10</sup> Dans le modèle, la variation mensuelle du TCER est estimée en fonction de ses variations antérieures et de l'écart entre son niveau et la tendance sous-jacente.

### 20. Indices pondérés en fonction du franc suisse



Après avoir culminé pour la dernière fois après l'arrêt du taux plancher EUR/CHF en janvier 2015, le TCER a baissé de 8 %, soutenu par les interventions accrues de la BNS sur les marchés des devises. Toutefois, le comportement antérieur du TCER CHF révèle qu'une fois qu'un pic a été atteint, il s'ensuit souvent un ralentissement de longue durée. À dire vrai, un simple modèle économétrique du TCER CHF estimé sur la période d'échantillonnage de janvier 1973 à décembre 2015 aurait anticipé une baisse du TCER depuis janvier 2016 (voir graphique 21).<sup>10</sup>

### 21. Modèle prévisionnel et taux de change effectif réel (TCER) en franc suisse



En outre, le modèle laisse à penser que le TCER CHF n'est que modérément surévalué, ce qui donne de la légitimité aux interventions de la BNS. Compte tenu de l'engagement de la BNS en termes d'intervention sur le marché des devises, la légère baisse du taux de change réel du franc suisse devrait se poursuivre.

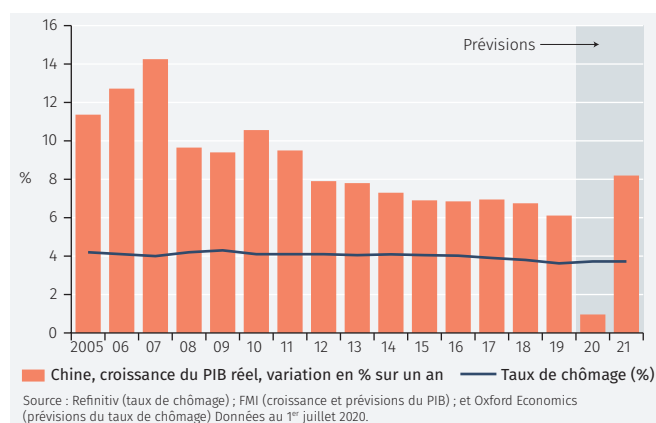
## ASIE

Il est quasi certain que la Chine annoncera avoir réduit son taux de pauvreté à zéro d'ici la fin de l'année. Toute l'attention se portera alors sur les inégalités. Ceci dit, est-il possible de réduire ces écarts sans entraver la croissance économique ?

### Croissance du PIB et emploi en Chine

La Chine devrait être la seule grande économie à enregistrer une croissance en 2020. Bien qu'à 1 %, il s'agisse du taux de croissance le plus faible de la Chine depuis la fin des années 1970, le taux de chômage devrait peu évoluer (voir graphique 22).

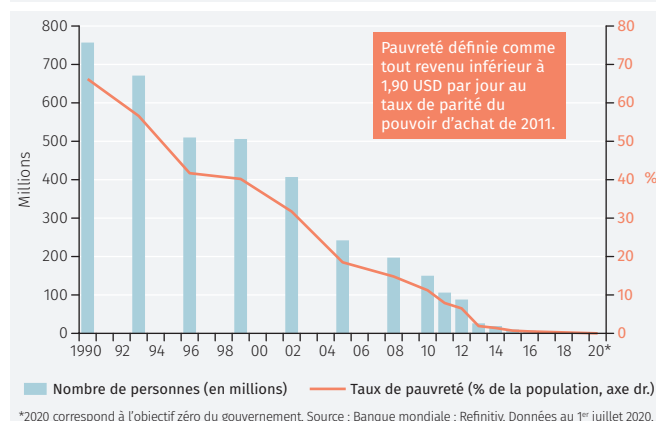
#### 22. Chine : Croissance du PIB et chômage



Le taux enregistré concerne le chômage urbain et est étroitement lié au statut des 236 millions de travailleurs migrants de Chine. Le système *hukou* leur permet de demander le bénéfice de prestations sociales sur leur lieu de travail (normalement urbain). Néanmoins, ce pourcentage a récemment été relativement faible, les travailleurs migrants préférant souvent conserver leur statut rural (qui apporte généralement des avantages comme la propriété foncière et l'accès aux services sociaux). Même pour les personnes évoluant en milieu urbain, l'avantage financier de l'inscription au chômage du *hukou* demeure peu intéressant.

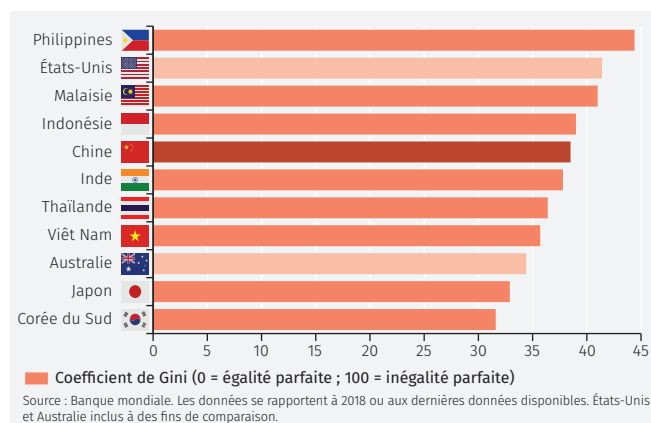
Bien que, pour ces raisons, le taux de chômage reste faible, les progrès en matière de réduction de la pauvreté ont été réalisés rapidement (voir graphique 23). Il semble fort probable que le gouvernement déclarera avoir atteint son objectif d'éradication de toute forme de pauvreté d'ici

#### 23. Chine : éradication de la pauvreté



la fin de 2020. Ceci étant, les deux cinquièmes de la population perçoivent un revenu moyen inférieur à 1 000 RMB (141 USD) par mois. Au sommet de la pyramide, le nombre de salariés urbains à revenu élevé a fortement augmenté. Il en résulte que les inégalités de revenus en Chine sont quasiment aussi élevées qu'aux États-Unis (bien qu'elles soient encore plus faibles que dans un certain nombre d'autres économies asiatiques). Certains estiment que cette lutte contre les inégalités sera le prochain objectif du gouvernement. Cependant, le fait de limiter les salaires du secteur privé ne devrait pas faire progresser les objectifs de croissance à long terme de la Chine.

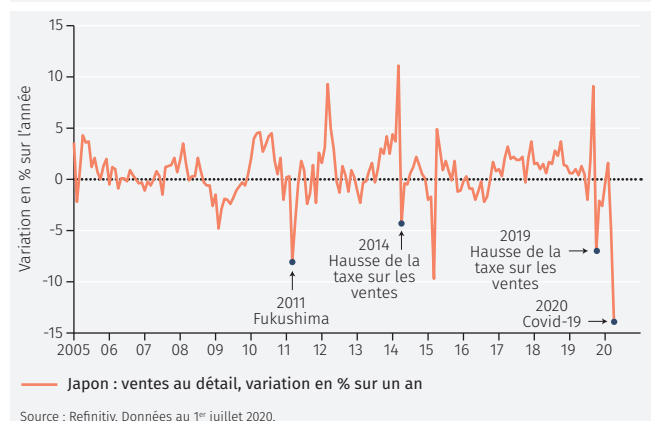
#### 24. Inégalités de revenu en Asie



#### Japon : un coup de pouce inattendu

En parallèle, le Japon a annoncé un assouplissement drastique de sa politique budgétaire. S'élevant à 12 % du PIB pour les postes inscrits au budget et deux fois plus pour le soutien hors budget, cette relance est l'une des plus importantes au monde. En outre de compenser l'impact du coronavirus, elle reflète la préoccupation d'un nouvel affaiblissement de l'économie nationale (voir graphique 24). Ceux qui estimaient que le niveau très élevé de la dette publique du Japon limiterait la capacité de ce dernier à emprunter davantage ont dû revoir leur copie. Comme dans d'autres économies, le marché boursier a réagi favorablement à cet assouplissement.

#### 25. Japon : ventes au détail



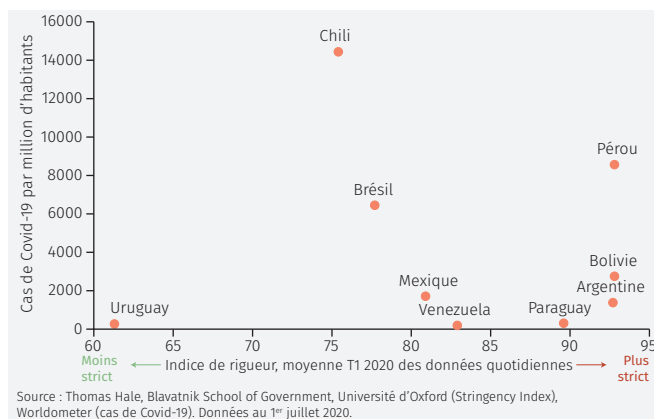
## AMÉRIQUE LATINE

En Amérique latine, les réponses et les taux de réussite ont été très différents pour contenir la pandémie du Covid-19. Si l'assouplissement de la politique budgétaire a été limité, les taux d'intérêt ont été réduits, un nouvel assouplissement monétaire demeure une possibilité.

### Réponse face au Covid-19

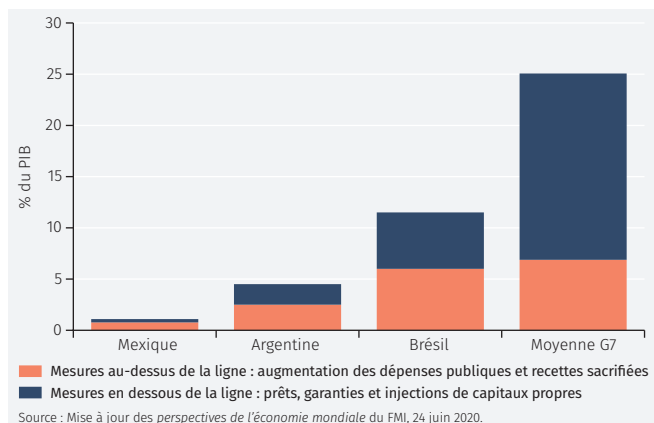
Le Brésil est aux antipodes de la réponse globalement apportée par l'Amérique latine face à la pandémie du Covid-19. Le président Bolsonaro, réfutant d'emblée la gravité du virus (« ce n'est qu'une grippette »), s'est opposé au confinement pour accentuer les efforts de maintien de l'activité économique. Toutefois, au 1<sup>er</sup> juillet 2020, le Brésil enregistrait le deuxième plus grand nombre de cas de Covid-19 et de décès dans le monde, alors que la contraction du PIB brésilien en 2020 (9,1 % selon les prévisions du FMI de juin 2020) est tout aussi importante que dans les économies ayant appliqué un confinement plus strict. Le président mexicain AMLO (Andrés Manuel López Obrador) a également pris les choses à la légère au début de la crise du Covid-19 : « Nous n'allons pas changer nos modes de vie », déclarait-il en mars.

### 26. Cas de contamination au Covid-19 et rigueur du confinement



Le Chili, au départ parvenu à endiguer la propagation du virus, compte désormais plus de cas par million d'habitants qu'aux États-Unis. Selon un schéma également observé en Asie, il n'y a toutefois aucun lien direct entre le niveau de rigueur du confinement et le nombre de cas (voir graphique 26). L'Uruguay, qui a pris des mesures moins strictes que les autres pays de la région, a finalement enregistré moins de cas de contamination et ne compte que 27 décès.

### 27. Réponse budgétaire face à la crise

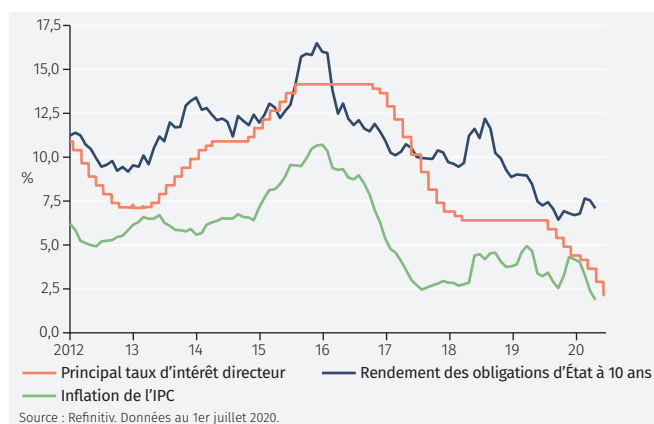


### Réponse fiscale et monétaire

Affichant des niveaux déjà élevés de déficit budgétaire et d'endettement publics, l'Amérique latine ne dispose pas de « la souplesse budgétaire » nécessaire pour engager des mesures de relance compensatoires. L'ampleur de la réponse a été plus faible que dans les principales économies avancées (voir graphique 27). Si le Pérou, le Chili et la Colombie disposent de davantage de marge de manœuvre sur le plan budgétaire par rapport aux autres pays, ils souhaitent tous éviter une forte expansion budgétaire, en particulier après les durs progrès qu'ils ont réalisés en matière de réduction du déficit sur plusieurs années.

Il existe davantage de possibilités d'assouplissement monétaire, en particulier au Brésil, où l'inflation a fortement chuté (voir graphique 28). Néanmoins, au Brésil comme au Mexique, les effets de la faiblesse monétaire (voir graphique 29) peuvent conduire à une inflation supérieure, ce qui complexifie la tâche d'assouplissement politique. Affichant des taux d'intérêt directs déjà bas, le Pérou et le Chili peuvent, au besoin, recourir à l'assouplissement quantitatif (qui n'est pas encore une caractéristique de la politique monétaire latino-américaine).

### 28. Brésil : inflation, taux d'intérêt et rendements obligataires



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

### 29. Faiblesse des devises



## DOSSIER SPÉCIAL - ESG APRÈS LE COVID-19

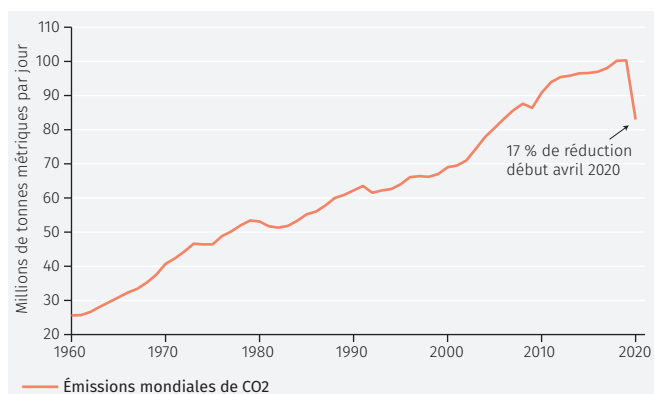
L'épreuve de la pandémie de Covid-19 peut aider de plusieurs manières à atteindre les objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Dans les grandes lignes, il faudrait adopter de nouveaux modes de travail et non revenir à l'ancien modèle.

L'épreuve de la pandémie de Covid-19 peut aider à atteindre plusieurs objectifs ESG et du changement climatique.

### Considérations environnementales

Des routes moins engorgées, des niveaux de pollution réduits, un ciel plus dégagé et le chant des oiseaux sont tout autant de bénéfices souvent avancés à l'égard d'un monde confiné. On a observé une réduction de 17 % des émissions de CO<sub>2</sub> (voir graphique 30). L'objectif de réchauffement planétaire de 1,5 °C de l'Accord de Paris vise à réduire les émissions dans cette proportion tous les deux ans d'ici 2030. Ainsi, le confinement a, d'une certaine manière, offert deux ans de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> en à peine quatre mois. Bien entendu, cette réduction ne sera probablement pas maintenue à la reprise des activités. Le confinement aura néanmoins su mettre en exergue ce qui est essentiel.

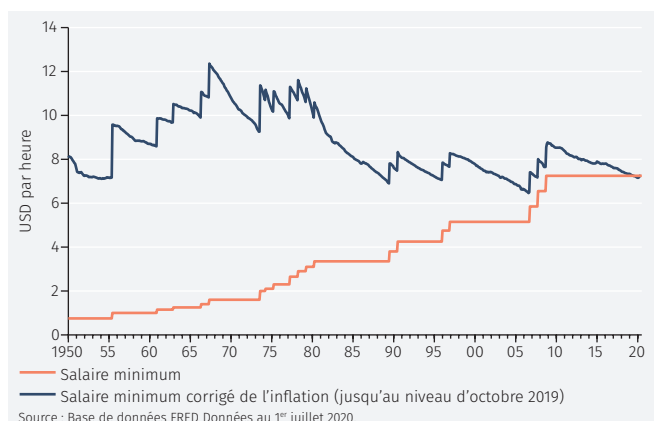
### 30. Confinement et émissions de CO<sub>2</sub>



### Considérations sociales

Certains des travailleurs les moins bien payés se sont révélés cruciaux dans bon nombre de domaines essentiels (soins de santé, collecte et remise de déchets, par exemple) pendant le confinement.

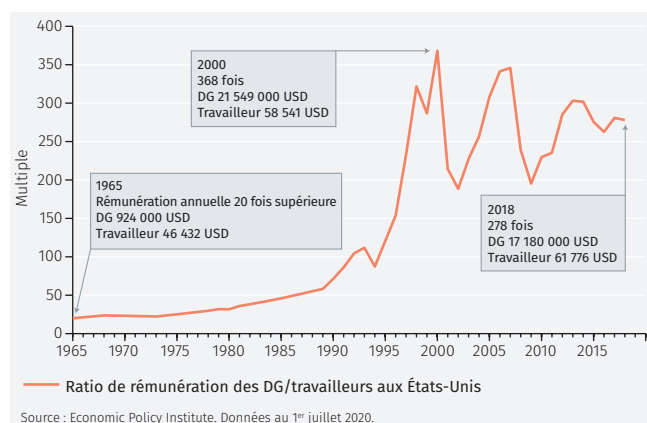
### 31. Salaire minimum américain



Les entreprises et les gouvernements auront du mal à refuser des augmentations de salaire à ces travailleurs à l'issue du confinement. Aux États-Unis, le salaire minimum correspond à presque la moitié de ce qu'il représentait à la fin des années 60 (voir graphique 31).

Les conditions de travail et de vie seront également passées au peigne fin. L'équipement de protection individuelle (EPI) inadéquat pour les soignants au Royaume-Uni, les conditions de vie exiguës et insalubres des travailleurs migrants en Asie et la propagation rapide de la maladie au sein des EHPAD ont suscité de vives inquiétudes quant au traitement des travailleurs à travers toute la planète.

### 32. Ratio de rémunération des DG/travailleurs aux États-Unis



L'écart entre le salaire des travailleurs ordinaires et celui des hauts dirigeants est plus de dix fois supérieur à son niveau des années 60 (voir graphique 32). Un tel écart sera d'autant plus difficile à légitimer, puisque les inégalités sociales suscitent un mécontentement grandissant.

### Gouvernance

Les assemblées générales d'entreprise en personne n'ont pas été possibles à bien des occasions pendant le confinement. Remplacer ces assemblées par des réunions virtuelles est une solution qui pourrait améliorer l'assiduité, la participation et le contrôle. Il s'agit-là de mesures à plébisciter. Les directions d'entreprises ont souvent dû prendre des décisions capitales pendant le confinement (sur la levée de capitaux, les licenciements et la rémunération, par exemple). Une communication virtuelle plus simple et plus rapide pourrait améliorer l'étude de telles décisions. Le cas échéant, cette approche doit être saluée.

L'évaluation d'une bonne gouvernance est un sujet délicat. L'accent est souvent de mise sur des aspects facilement quantifiables comme la diversité des sexes et la séparation des fonctions de PDG et président. Bien que ces questions soient capitales et pertinentes, elles peuvent passer à côté des innombrables subtilités caractéristiques d'une bonne gouvernance.<sup>11</sup> L'adoption de nouveaux modes de communication peut faciliter les choses.

<sup>11</sup> Une remarque de Jason Jay, panéliste d'EFGAM Future leaders, dans notre récent podcast Beyond the benchmark, épisode 13.

## 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. 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 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 Bahrain 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, Dubaï, Émirats arabes unis.

**Guernesey :** EFG Private Bank (Channel Islands) Limited est agréée par la Guernesey 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 : 310000500424509. 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, 6o 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, (l'« *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.