

GLOBAL OUTLOOK 2023

LA FIN DE LA MONDIALISATION ?



- La fin de la mondialisation ?

Global Outlook 2023

• Table des matières

01•	Éditorial	4
	LA FIN DE LA MONDIALISATION ?	
02•	Messages clés	6
03•	Focus	8
	LE RETOUR DES FRONTIÈRES	9
	RÉGIONALISATION DES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT - MYTHE OU RÉALITÉ ?	13
	MARCHÉS ÉMERGENTS : DÉMONDIALISATION DES ÉCHANGES OU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ INTÉRIEUR ET DES SERVICES ?	17
	VERS UNE RELOCALISATION DE L'ÉPARGNE ET DU FINANCEMENT DES ÉTATS ?	22
	LA DÉMONDIALISATION OFFRE-T-ELLE DES OPPORTUNITÉS POUR LES ACTIONS DOMESTIQUES ?	27
	RETOUR DE LA PRIME DE RISQUE SOUVERAINE ET DES DIVERGENCES MONÉTAIRES ?	31
04•	Macroéconomie	34
	CROISSANCE MONDIALE ATONE, DIVERGENCE CROISSANTE DES POLITIQUES PUBLIQUES	35
05•	Allocation : scénario 2023	40
	IMPACT SUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	41
06•	Présence internationale	44
07•	Glossaire	46
	Avertissement	48

01 | Éditorial

LA FIN DE LA MONDIALISATION ?

L'idée de démondialisation serait-elle devenue un courant dominant ? Comme tous les récits un peu trop à la mode, elle court le risque d'être mise à toutes les sauces de manière un peu péremptoire, nous amenant à quitter les rivages de la pensée rationnelle pour rejoindre le terrain des slogans politiques.

Car c'est bien là qu'est née cette idée programmatique : un projet issu des mouvements altermondialistes, prônant un démontage ou une reconstruction d'une globalisation contestée pour ses effets sur les inégalités, l'environnement ou la souveraineté fiscale et monétaire d'un pays.

Cette idée, initialement synonyme de radicalité, est devenue centrale dans le débat économique et politique depuis 2016, et ce phénomène s'est amplifié depuis la pandémie de COVID-19. Le Brexit et la victoire de Donald Trump eurent en commun de traduire une révolte de la classe moyenne contre les élites traditionnelles qui avaient été les autrices et les actrices de cette mondialisation et qui avaient consenti à une désindustrialisation rampante.

Ces bouleversements politiques furent probablement un tournant dans l'acceptation grandissante de cette idée de démondialisation parmi les élites. Et c'est finalement logique : si la globalisation des années 1990 voulue et initiée par les États-Unis n'est plus à l'avantage de ces derniers, cela change la donne. En somme, parler de démondialisation à Washington ou à Davos, c'est poser la question de la perte de *leadership* américain et de la montée en puissance de la Chine.

Et si les implications sociales de la globalisation viennent à ébranler nos systèmes politiques, et remettre en cause le pouvoir en place, il devient urgent de reposer les termes de son équation. Ce qui était dès lors en jeu, c'était à la fois le maintien d'un modèle industriel dans les pays occidentaux et la survie de la démocratie libérale modérée, qui a reposé d'abord sur l'émergence d'une classe moyenne depuis plus d'un siècle et principalement depuis 1945. La polarisation politique, la perte d'influence des partis traditionnels modérés et leur disruption par des candidats facilement catalogués comme « populistes » conduisent *in fine* à s'interroger sur les liens entre globalisation, distribution des richesses et modèle politique.

La pandémie de COVID-19 fut, selon Carmen Reinhart, « le dernier clou dans le cercueil de la mondialisation » (21 mai 2020). Désormais, l'heure est à l'autonomie stratégique, face à une pandémie qui fut le révélateur de nos dépendances et de nos vulnérabilités. La mondialisation des chaînes de production et d'approvisionnement, jusqu'alors prônée par les grands groupes internationaux, s'est transformée en une forme de piège ; la démondialisation a alors envahi les salles des conseils d'administration, pour donner aussitôt lieu à des slogans et formules en guise de riposte (*nearshoring*, *friendshoring*¹), au risque de substituer une dépendance à une autre.

Mais le vrai dernier clou fut le déclenchement de la guerre en Ukraine, qui mit un terme définitif à l'idée d'une mondialisation heureuse ou d'une paix globale post-guerre froide. Ce conflit a précipité l'émergence de failles tectoniques sur le plan géopolitique et accentué le sentiment en Europe qu'il était urgent de se rendre moins dépendant de la Russie sur le plan énergétique, mais aussi plus autonome sur le plan militaire. Avec d'ailleurs le paradoxe pour l'Europe d'avoir à acheter son gaz plus loin à court terme tout en accélérant sa transition énergétique. Les considérations environnementales – en partie à l'origine des premiers mouvements anti-OMC (Organisation mondiale du commerce) à Seattle en 1999 – sont bien au centre des débats : produire de l'énergie renouvelable plutôt que d'importer du gaz, recycler plutôt que de continuer à importer des produits jetables. Même si chacun est conscient qu'une dépendance chasse l'autre et que l'électrification de nos mix énergétiques repose sur d'autres matières premières à importer.

Ce conflit et les sanctions qui l'accompagnent semblent au fond avoir presque inversé l'ordre des priorités entre le politique et l'économique. Depuis trois décennies, l'Occident se trouvait dans un monde où les relations diplomatiques (notamment avec la Chine) étaient déterminées par les considérations économiques (signer des contrats, exporter, profiter du boom chinois).

Désormais, la capacité à produire et à commercer est déterminée par le cadre politique et géopolitique. C'est là que le sujet devient très concret : où faut-il produire demain ? Avec qui peut-on commercer ? Comment intégrer le cadre géopolitique à long terme dans les décisions de localisation d'une usine ou le choix d'un partenaire ? Peut-on encore investir comme par le passé dans les pays émergents de manière globale ? Les interdépendances commerciales, industrielles et technologiques sont-elles trop fortes pour revenir en arrière ? Les pays occidentaux sont-ils aussi dépendants de l'épargne accumulée en Asie et au Moyen-Orient ?

De slogan, la démondialisation paraît être devenue au fil des années un constat de réalité, certes parfois un peu trop rapide et caricatural pour être vrai : nous serions déjà dans une phase de démondialisation. L'attesteraient la décade du poids des échanges dans le PIB mondial ou la relocalisation de la production. Mais, comme dans tout récit communément accepté, il existe un risque de falsification de la réalité. Par-delà ce slogan ou cette inquiétude grandissante parmi les élites, qu'en est-il vraiment ?

C'est l'objet de ce *Global Outlook* : tenter de décoder sous plusieurs angles le degré de réalité d'une tendance à la globalisation qui n'est certes pas aussi irréversible qu'on le pensait, mais dont la reconfiguration ne constitue peut-être pas un reflux. Les enjeux sur le plan économique, industriel et financier nous semblent suffisamment importants pour y consacrer les pages qui suivent.

Bonne lecture à tous.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

1 - Terme utilisé par la secrétaire au Trésor américaine, Janet Yellen, signifiant un engagement à travailler avec (ou se délocaliser vers) des pays qui adhèrent fermement à un ensemble de normes et de valeurs sur la façon d'opérer dans l'économie mondiale et de gérer le système économique mondial.

02

Messages clés

CADRE GÉOPOLITIQUE

- Un monde plus fragmenté, marqué par le reflux des institutions internationales et une conflictualité accrue que met en évidence une montée du risque géopolitique.
- De nouvelles lignes de partage du monde, avec un risque plus élevé de polarisation entre les États-Unis et la Chine.
- Un nouveau cadre pour les investisseurs et les entreprises, qui doivent intégrer davantage le risque pays et le cadre géopolitique dans leurs décisions.

COMMERCE

- Une tendance avérée à la baisse du poids des échanges dans le PIB et une multiplication des mesures protectionnistes depuis quelques années.
- Néanmoins, des données récentes aussi affectées par les années de COVID-19 et un ralentissement du commerce qui ne traduit pas forcément une démondialisation, mais la montée en puissance des services dans les marchés émergents.

- La recherche d'autonomie stratégique évoquée en Europe est tout aussi forte en Chine, qui s'efforce de substituer aux importations la production domestique.

CHAÎNES DE VALEUR

- Des chaînes de valeur perturbées par la COVID-19, et désormais par le conflit en Ukraine, ainsi que par les mesures de sanctions ou restrictions aux exportations.
- Une recherche de moindre dépendance dans les approvisionnements qui ne conduit pas à la démondialisation, mais à une reconfiguration régionale des chaînes de valeur.
- Des modèles énergétiques en transformation qui peuvent aussi réduire le poids des échanges par la substitution progressive du renouvelable aux énergies fossiles.
- Des tendances qui contribuent à accroître le niveau d'inflation structurelle et à réduire le retour sur capitaux investis (stocks plus importants, coûts de production plus élevés).

FINANCEMENT DES ÉTATS ET GLOBALISATION DE L'ÉPARGNE

- Plusieurs modèles se distinguent entre les États-Unis (financés par les fonds de pension et par les pays exportateurs), l'Europe (refinancée par le modèle régulé de bancassurance) et l'Asie (Chine et Inde financées par une épargne domestique importante).
- Pas de tendance avérée à une domestication de l'épargne ni à une utilisation plus dirigée des réserves de change dans le cadre de la rivalité sino-américaine.
- Toutefois, la fin de l'assouplissement quantitatif repose la question de la dépendance des États aux financements. La crédibilité des politiques budgétaires et l'autonomie des politiques monétaires demeurent les clés d'une capacité de refinancement international.

MARCHÉS DES CHANGES

- La domination actuelle du dollar précède de quarante ans (1945) l'avènement de la deuxième mondialisation et n'a été remise en cause ni par la fin de Bretton Woods, ni par l'émergence de la Chine comme puissance dominante du XXI^e siècle.
- Pour autant, la régionalisation des échanges et la multiplication des transactions opérées dans d'autres devises pourraient donner naissance à un monde à plusieurs blocs devises.
- La perte du statut de monnaie de réserve par le dollar serait déstabilisante pour la sphère financière et rendrait plus coûteux les déséquilibres de l'économie américaine.

VALEURS GLOBALES CONTRE ACTIONS DOMESTIQUES

- Les secteurs exposés à la croissance globale de la consommation et fondés sur une production délocalisée dans les pays émergents se sont montrés plus vulnérables face aux ruptures d'approvisionnement et à la montée des coûts de production et de transport.
- Les valeurs domestiques sont aussi une façon de se positionner sur un certain nombre de secteurs qui bénéficient des tendances actuelles comme la transition énergétique et la robotisation, sans pour autant remettre en cause le pouvoir des *leaders* technologiques ni la résilience des marques *premium* globales à fort *pricing power*.

PERSPECTIVES 2023

- Une croissance mondiale affectée autant par les tensions géopolitiques et énergétiques que par les conséquences de l'inflation et des remontées des taux sur la demande.
- Un fort aléa sur le scénario, entre une Chine dont la relance se fait attendre, une Europe en proie à la récession, mais caractérisée par un puissant soutien budgétaire, et des États-Unis qui semblent échapper à la récession, mais pas à un affaiblissement de l'investissement et de la consommation.
- Une inflation plus persistante à court terme, et dont la composante structurelle sera plus élevée en raison d'une reconfiguration des chaînes de valeur et du coût de la transition énergétique.

ALLOCATION D'ACTIFS

- Des interdépendances toujours fortes, sources de déséquilibres, du plan commercial aux questions de financement de la dette, en passant par la technologie et l'énergie : importance des thématiques énergie, environnement et robotique dans ce contexte.
- Un cadre macrofinancier qui marque le retour en force du rendement et des obligations, après une décennie portée par la thématique de la croissance et des actions.
- L'intégration d'une prime de risque pays plus élevée par les marchés, et une diversification géographique à renforcer dans les allocations, avec des pays tiers pouvant tirer parti de ce nouveau contexte énergétique et géopolitique International.
- Vers un recalibrage structurel du poids de la Chine dans les portefeuilles, initialement porté par des tendances séculaires, mais affecté tant par les challenges économiques domestiques que par un cadre politique et géopolitique transformé.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

03



Focus

La mondialisation ne se limite pas à une intensification des échanges et des investissements internationaux, mais revêt une forte dimension géographique, davantage perceptible dans sa terminologie anglo-saxonne (globalisation), traduisant l'unification de l'espace et la disparition des frontières. Si ce point constitue toujours un des piliers d'un espace comme l'Union européenne, force est de constater que la tendance est au retour des frontières.

La chute du mur de Berlin était censée donner naissance à un monde unipolaire et sans frontières dominé par les États-Unis, dont l'hyperpuissance laissait entrevoir une *pax americana* durable. Les institutions internationales créées en 1945 devaient trouver un nouveau souffle dans la décennie d'après-guerre froide. L'heure était à la construction d'objets politiques transnationaux marqués par l'effacement partiel ou plus conséquent des frontières à l'intérieur de ces espaces (Union européenne, ALENA², Mercosur³). Une date symbolique fut notamment la signature des accords de Schengen en 1990, prélude à l'ouverture des frontières en 1993. Les États-Unis ont bâti à leur tour l'ALENA avec le Mexique et le Canada en 1992.

UNE NOUVELLE DÉFINITION DES ÉTATS-NATIONS

Cette thématique de la disparition possible des frontières a été largement conceptualisée dans les années 1990, et notamment par Bertrand Badie (*La Fin des territoires*, 1995) qui constatait la remise en cause du territoire comme expression de la souveraineté d'un État. Celle-ci se redéfinissait donc dans un halo mêlant puissance commerciale, technologique, et *soft power*⁴ culturel, tandis que la puissance militaire s'exprimait d'abord par la capacité de projection rapide d'une armée sur plusieurs terrains simultanés à des milliers de kilomètres. En parallèle, une dilution de la souveraineté dans le fédéralisme européen semblait questionner la notion classique d'État-nation. La défense de la frontière physique de l'État ne paraissait plus être un enjeu pour nos généraux et la question de notre sécurité se jouait désormais à longue distance, des camps d'entraînement au financement du terrorisme, en passant par la cybercriminalité. La guerre classique, définie comme affrontement direct pour la prise d'un territoire ou la défense d'une frontière, était perçue comme dépassée.

Depuis lors, nous assistons à un double phénomène : d'un côté, une très forte augmentation de la circulation des biens et des personnes à travers le monde (imbrication des chaînes de valeur, tourisme global de masse, migrations économiques) ; de l'autre, une reconsidération de l'idée de l'effacement des frontières.

UN FREIN À L'EFFACEMENT DES FRONTIÈRES

Les premières remises en cause de l'effacement des frontières sont parfois venues des pays à l'origine même de ce projet d'effacement, soit pour suspendre Schengen, soit pour proposer son aménagement ou sa disparition ; ce fut le cas de la France pendant les attaques terroristes de 1995, ou de l'Allemagne et de l'Autriche face à la vague migratoire de 2015. L'intensification de la crise migratoire en Méditerranée a clairement replacé la question des frontières externes et internes de l'Union européenne (UE) au cœur des débats au sein du Conseil européen, et au centre du débat politique italien, la péninsule ayant la plus vaste façade méditerranéenne de l'UE.

L'élection de Donald Trump comme le référendum du Brexit en 2016 ont marqué une étape supplémentaire dans le retour des frontières, fantasmé (le mur contre l'immigration mexicaine) ou réel (la sortie de l'UE). La question des frontières et des migrants venant de l'UE fut en effet centrale dans le débat sur le référendum. Pour la première fois, on pouvait imaginer une sortie d'une union douanière et d'un marché unique. Ce fut un test grandeur nature de la conséquence de la fermeture des frontières, avec un retour de l'inflation et des pénuries de main-d'œuvre. Par-delà les spécificités britanniques de ce référendum, on voit se multiplier les tentatives sécessionnistes et régionalistes (de l'Écosse à la Catalogne), montrant que le retour de la frontière est aussi une réponse au malaise de l'identité dans une mondialisation culturelle.



MONDIALISATION

des années 90 :

REMISE EN CAUSE

de la frontière
et de l'État-nation

2 - ALENA : Accord de libre-échange nord-américain, devenu ACEUM, Accord Canada-États-Unis-Mexique.

3 - Mercosur : Alliance commerciale stratégique entre divers pays de l'Amérique du Sud (Argentine, Brésil, Paraguay, Uruguay).

4 - Le *soft power* (traduisible en français par la « manière douce » ou le « pouvoir de convaincre ») est un concept utilisé en relations internationales.



Même si « la mondialisation n'est pas coupable » (Paul Krugman) de toutes les tensions culturelles, politiques et sociales des pays occidentaux depuis quinze ans (la révolution technologique est aussi responsable du creusement des inégalités), on constate que l'effacement des frontières externes de pays s'est accompagné de la (re)naissance de frontières internes. Les concepts dualistes ont proliféré pour caractériser ce phénomène : les *insiders* vs les *outsiders* (Lindbeck/Snower, 1985) sur le marché du travail, et les *anywhere* contre les *somewhere* (David Goodhart, *The Road to Somewhere*, 2017) sur le terrain de l'identité et de la politique, une dualité aussi décrite dans *La France périphérique* (Christophe Guilluy, 2014) et *L'Archipel français* (Jérôme Fourquet, 2019). Cette polarisation interne s'associant à une conscience croissante des bénéficiaires mal répartis de la mondialisation (et du progrès technique), le discours consistant à rebâtir des frontières externes dans l'espoir de reconstruire de l'unité nationale trouve logiquement un puissant écho politique. Et ce n'est pas sans conséquence sur le terrain géopolitique, fragilisant les organisations politiques transnationales, les logiques de multilatéralisme et de coopération internationale, ou la participation même à toute logique de sécurité collective.

DE LA FLUIDITÉ À LA SÉCURITÉ

La crise pandémique est venue bouleverser nos conceptions des frontières issues des années 1990, à savoir le marqueur du passage d'un territoire à un autre, passage la plupart du temps fluide et rapide. La première réponse à la pandémie a d'ailleurs montré le poids de nos conceptions héritées de l'après-1989 et la polarisation/politisation de la frontière : d'un côté, l'idée que la fermeture des frontières pour protéger sa population serait dangereuse ; de l'autre, celle selon laquelle les risques viennent toujours de l'extérieur. La France et d'autres pays de l'UE ont ainsi refusé initialement de fermer leurs frontières au début de la pandémie. Mais l'idée que la protection sanitaire justifiait un tel acte s'est vite normalisée, notamment au vu des mesures mises en place par la Chine, les États-Unis ou le Royaume-Uni. Il y a donc sur ce plan clairement un avant et un après, et l'idée de fermer ses frontières face à une menace externe pourrait se répéter. Les implications économiques sont bien sûr significatives, générant à la fois des ruptures de chaîne d'approvisionnement et des déficits de main-d'œuvre dans certains pays.

La cybersécurité est devenue une nouvelle façon de protéger un territoire numérique national, dont l'enjeu est de se prémunir contre une attaque visant aussi bien l'État ou ses administrations que les entreprises du pays. Depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, la cyberattaque en octobre 2022 d'un hôpital français montre que la liste des cibles possibles ne se limite pas à l'État et aux entreprises. C'est probablement un enjeu central pour les puissances occidentales : préserver un espace de souveraineté et de sécurité dont le périmètre ne se borne pas aux acteurs au sein du territoire. En parallèle, des freins à la libre circulation des données émergent, venant notamment des régimes non démocratiques qui désirent maintenir un contrôle social par le contrôle de l'information. Au final, la mondialisation de l'internet des années 1990 donne donc naissance à un paysage plus fragmenté et plus contrôlé qu'il n'y paraît.

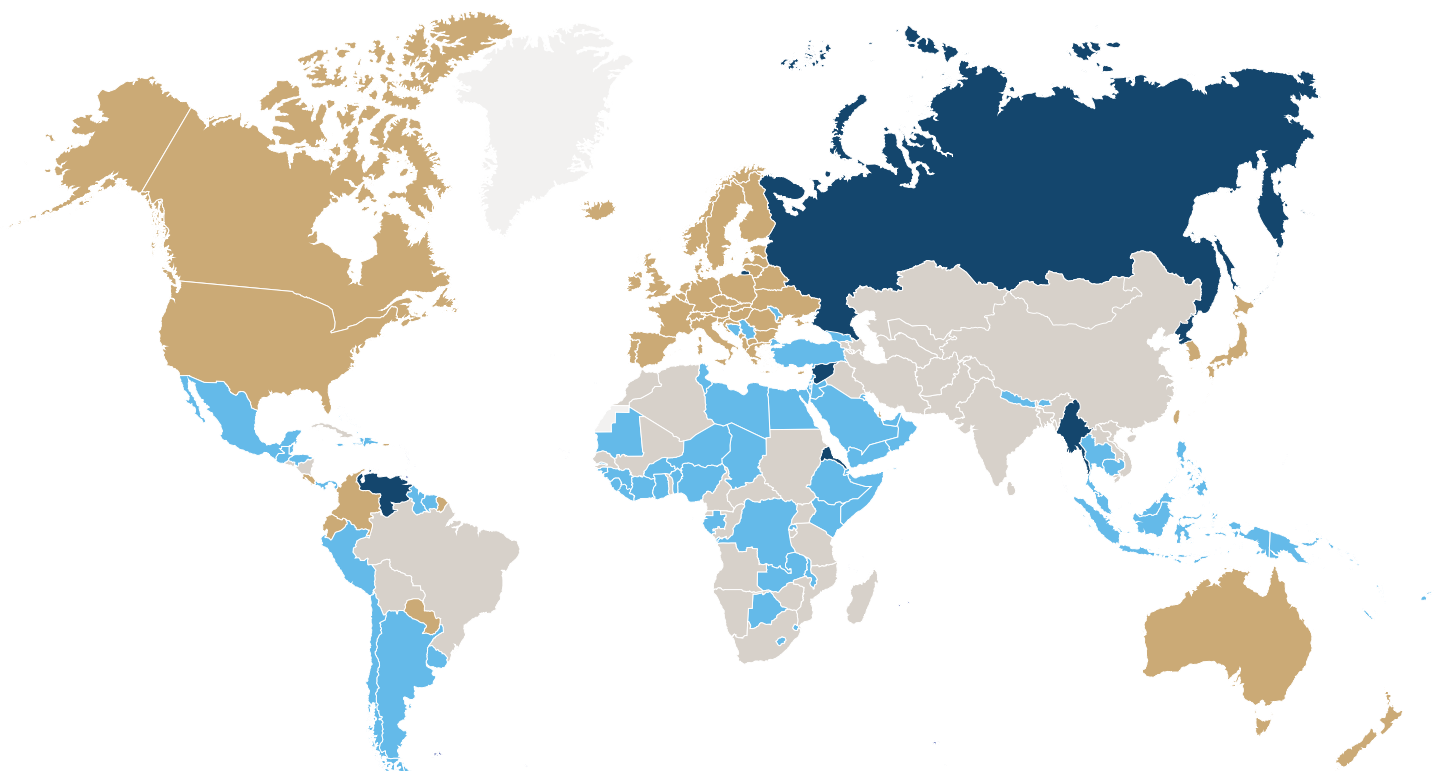
LA FIN DES DIVIDENDES DE LA PAIX

Le retour des conflits au cœur de l'Europe constitue une nouvelle étape dans le retour des frontières (graphique 1). D'une part, parce que la guerre en Ukraine amplifie considérablement l'enjeu pour des pays d'Europe de l'Est de se situer à l'intérieur ou à l'extérieur des frontières de l'UE et de l'OTAN. D'autre part, parce que la Russie cherche à préserver une vision territoriale de la puissance, en tentant de ramener les frontières ou la zone d'influence de la Russie à celles de l'URSS. Certains géopoliticiens s'interrogent donc sur un possible retour à un ordre « westphalien » (consistant à gérer l'équilibre entre puissances concurrentes plutôt qu'à rêver de la paix).

GRAPHIQUE 1 : DE NOUVELLES LIGNES DE PARTAGE DU MONDE CONTEMPORAIN

Les réactions de l'ensemble des États le 7 mars 2022 vis-à-vis de l'invasion russe de l'Ukraine :

● Condamnation avec riposte ● Condamnation sans riposte ● Pas de condamnation ● Soutien



Sources : Groupe d'études géopolitiques, Indosuez Wealth Management.

Cette période marque aussi le retour à des budgets militaires plus importants après plusieurs décennies de baisse ; le retour de la frontière change donc l'allocation des ressources au sein de nombreux pays. C'est la fin des dividendes de la paix ; si les principaux pays mondiaux doivent consacrer 3 % ou plus de leur PIB à leur défense ou à l'aide fournie à l'Ukraine, c'est autant qui n'est pas alloué à des investisseurs en faveur de l'innovation ou de l'éducation, affectant ainsi probablement à terme notre croissance potentielle.

Cette rivalité conduit à ériger aussi des frontières capitalistiques (cotation des entreprises chinoises sur le marché des actions américaines) ou technologiques (semi-conducteurs). La rivalité sino-américaine restera la toile de fond du cadre géopolitique de ce nouveau siècle, mais ce dernier ne se limite pas à cette prétendue bipolarité, qui n'englobe d'ailleurs pas l'ensemble du monde.

Dernier carburant en date du retour des frontières : la lutte contre le changement climatique, qui remet en cause la poursuite des délocalisations, à la fois plus coûteuses et perçues comme dangereuses sur le plan environnemental. Après plusieurs décennies marquées par un agenda libre-échangiste, l'Europe change de tonalité et l'idée d'une taxe carbone aux frontières - qu'elle soit efficace ou non - constitue un tournant.

En conclusion, le monde actuel montre une grande variété de nouvelles frontières qui se chevauchent sans toujours se superposer, et qui tendent à se multiplier : énergétiques, commerciales, capitalistiques, technologiques et géopolitiques. Elles tendent à produire un monde plus fragmenté, moins lisible et moins fluide, avec des mouvements tectoniques difficiles à anticiper et potentiellement lourds de conséquences. Cette nouvelle carte du monde est déterminante dans la façon d'appréhender les investissements internationaux pour les années à venir, et marque le retour du risque pays. Concrètement, les tentatives de relocalisation des chaînes de valeur en dehors de la Chine doivent intégrer le devenir de certains pays (perçus comme des alternatives à la Chine) et leur positionnement futur sur le plan géopolitique.

DE NOUVELLES PLAQUES TECTONIQUES

Cette époque voit aussi émerger de nouvelles lignes de partage du monde. Dans la liste des États ayant refusé de voter les sanctions contre la Russie apparaissent ainsi des pays pour partie inspirés d'une tradition de non-alignement (comme l'Inde), et pour partie heureux de pouvoir continuer de commercer avec la Russie et d'acheter le pétrole que l'Occident ne lui achète plus. La question du Moyen-Orient, assez équidistant de l'Occident et de la Chine, est âprement discutée et disputée aujourd'hui, entre d'un côté les États-Unis et l'Europe, qui cherchent à renouer des liens distendus, et de l'autre la Chine, qui est un partenaire majeur de la région.

Il est plus probable que la Chine, à l'instar du Moyen-Orient, s'emploie à se maintenir à égale distance des États-Unis et de la Russie, sans jamais franchir le pas vers une cobelligérance de fait. Elle a fortement augmenté ses achats d'énergie à la Russie, mais se garde pour le moment de toute coopération sur le plan militaire. L'Occident tente ainsi d'imposer une ligne jaune, forme d'imperméabilité partielle entre Chine et Russie. Dans ce nouveau contexte, la Chine cherche à convaincre le monde de renoncer à une rhétorique de nouvelle guerre froide, et à en faire porter la responsabilité aux États-Unis, tout en revendiquant un rôle de puissance régionale dominante.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer



De nouvelles
lignes de
**FRACTURES
GÉOPOLI-
TIQUES**
accentuées en 2022

RÉGIONALISATION DES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT - MYTHE OU RÉALITÉ ?

La perturbation du commerce des entreprises multinationales à la suite de la pandémie et de la guerre en Ukraine a relancé le débat sur les chaînes de valeur mondiales (CVM) et les risques de délocalisation. Jusqu'à présent, les données ne plaident pas en faveur d'une régionalisation accrue, mais la nécessité de favoriser une empreinte plus régionale des industries va s'accroître pour certains secteurs stratégiques et, en général, en raison de la décarbonation.

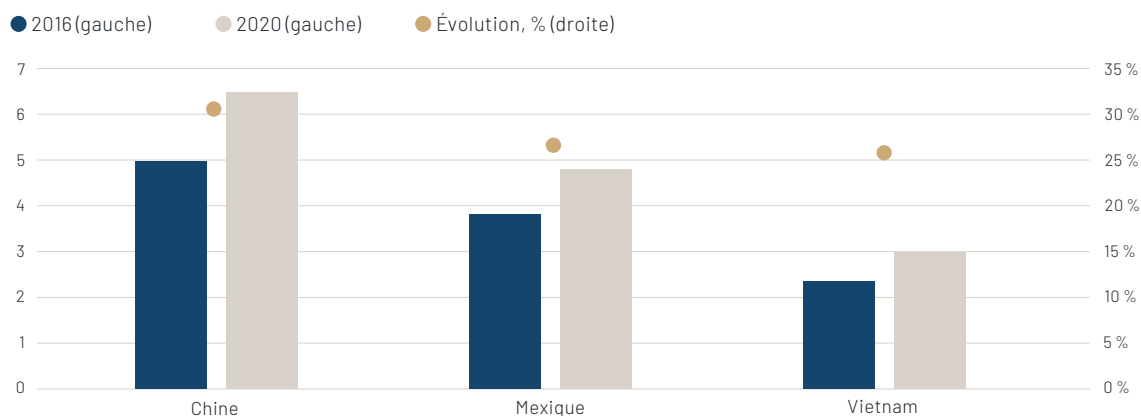
LE RÉGIONAL EST-IL LE NOUVEAU GLOBAL ?

La régionalisation ou le *nearshoring* est décrit par l'OCDE comme la décision de relocaliser des activités précédemment délocalisées, pas nécessairement dans le pays d'origine de l'entreprise, mais plutôt dans un pays voisin. Après des années de délocalisation à grande échelle dans l'espoir de réduire les coûts et d'améliorer l'efficacité de la production, les entreprises recherchent de plus en plus des stratégies d'approvisionnement plus diversifiées et envisagent davantage d'options pour structurer leurs processus de production. Les responsables de la chaîne d'approvisionnement tiennent en effet compte de l'évolution de l'environnement :

- De lourdes contraintes d'approvisionnement subies par les fabricants pendant la pandémie et la guerre en Ukraine, qui exigent une robustesse accrue dans les chaînes d'approvisionnement.
- Des changements structurels où les consommateurs sont beaucoup plus devenus un moteur dans la chaîne de valeur manufacturière, exigeant des produits personnalisés et qui requièrent plus de proximité et de flexibilité dans la production.

- L'augmentation des coûts de logistique, notamment avec les critères de développement durable et la nécessité de prendre en compte de meilleures conditions de travail et des empreintes carbone plus faibles.
- Le développement de nouvelles technologies, avec une robotisation accrue se substituant à une main-d'œuvre peu coûteuse/qualifiée qui rend les chaînes de valeur régionales plus attractives. Le cabinet de conseil McKinsey estime que l'automatisation, l'intelligence artificielle et la fabrication additive pourraient réduire jusqu'à 10 % le commerce mondial des marchandises d'ici à 2030.
- Les coûts horaires de la main-d'œuvre manufacturière ont augmenté d'environ 30 % en Chine, au Mexique et au Vietnam (graphique 2). Ils restent néanmoins 75 % moins élevés que dans le même secteur aux États-Unis.
- Enfin, les questions de sécurité nationale concernant la fourniture de biens stratégiques, que ce soit en matière de technologie ou de santé.

GRAPHIQUE 2 : COÛT HORAIRE DE LA MAIN-D'ŒUVRE DANS L'INDUSTRIE, USD



Sources : Statistica, Indosuez Wealth Management.

La régionalisation est une solution intermédiaire entre la mondialisation et la délocalisation, permettant aux fabricants de réduire les risques accrus liés à la mondialisation, tout en maintenant un certain degré de diversification dans leurs chaînes de valeur et en renforçant la proximité avec les clients finaux.

RÉGIONALISATION : FAITS ET CHIFFRES

Les données sont très limitées lorsqu'il s'agit de mesurer les progrès de la régionalisation, en particulier au niveau infranational. Dans l'ensemble, malgré une augmentation significative de l'intérêt pour la régionalisation, les preuves d'une régionalisation accrue sont limitées jusqu'à présent.

Les importations manufacturières ont montré peu de signes de ralentissement aux États-Unis

Aux États-Unis, malgré les multiples actions politiques menées sous les administrations Obama et Trump pour renforcer la fabrication nationale américaine, les faits disent le contraire. Les importations de produits manufacturés, en pourcentage de la production manufacturière américaine totale, sont passées de 37 % au début des années 2000 à 54 % avant la pandémie.

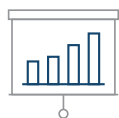
Distance commerciale

Selon l'indice DHL Global Connectedness, les flux commerciaux se sont déployés sur de plus longues distances depuis 2004, avec toutefois une pause entre 2012 et 2018 (graphique 3).

En dehors de l'Asie, le commerce intrarégional n'a pas augmenté de manière significative au cours de la dernière décennie

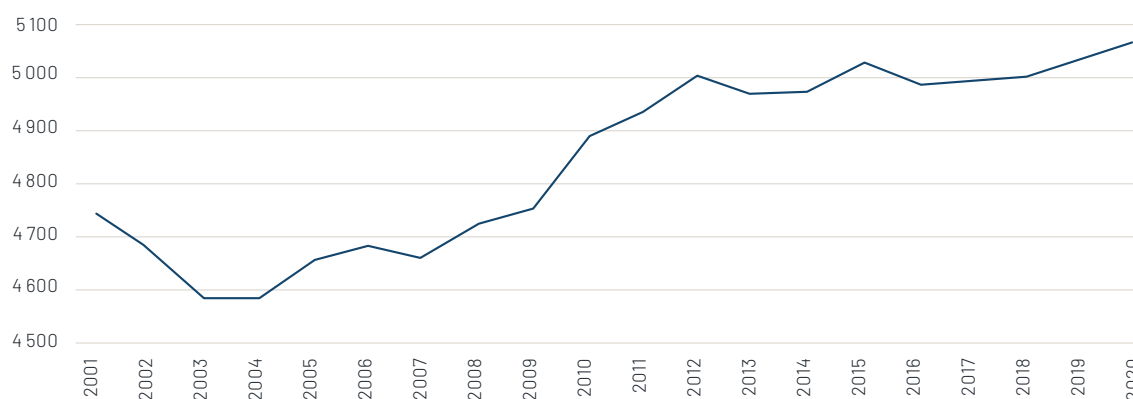
Les données commerciales fournissent une vue d'ensemble de l'accroissement des échanges régionaux dans les quatre grandes régions du monde. On peut observer (graphique 4, page 15) :

- L'intégration régionale des biens est la plus élevée parmi les États membres de la zone euro et de l'ACEUM⁵, même si les deux espaces ont connu une tendance à la baisse depuis le début des années 2000, avec seulement un léger rebond après la crise financière mondiale.
- La croissance du commerce régional a été la plus forte dans la région Asie-Pacifique ; elle était déjà en hausse avant la signature du traité commercial RCEP⁶ en 2019. En outre, le commerce s'intensifie à mesure que ces économies se développent et ne dépendent plus autant de la demande des nations plus riches.
- Enfin, la régionalisation semble ne pas avoir porté ses fruits dans le Mercosur.



Le commerce régional a été plus fort dans la
RÉGION ASIE-PACIFIQUE

GRAPHIQUE 3 : DISTANCE MOYENNE PARCOURUE
DU COMMERCE DES BIENS, KILOMÈTRES



Sources : DHL Global Connectedness Index, Indosuez Wealth Management.

5 - ACEUM : Accord Canada, États-Unis, Mexique.

6 - RCEP : Regional Comprehensive Economic Partnership - Partenariat économique global régional, accord de libre-échange entre quinze pays autour de l'océan Pacifique : Brunei, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaisie, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande, Vietnam, Australie, Chine, Japon, Corée, Nouvelle-Zélande.

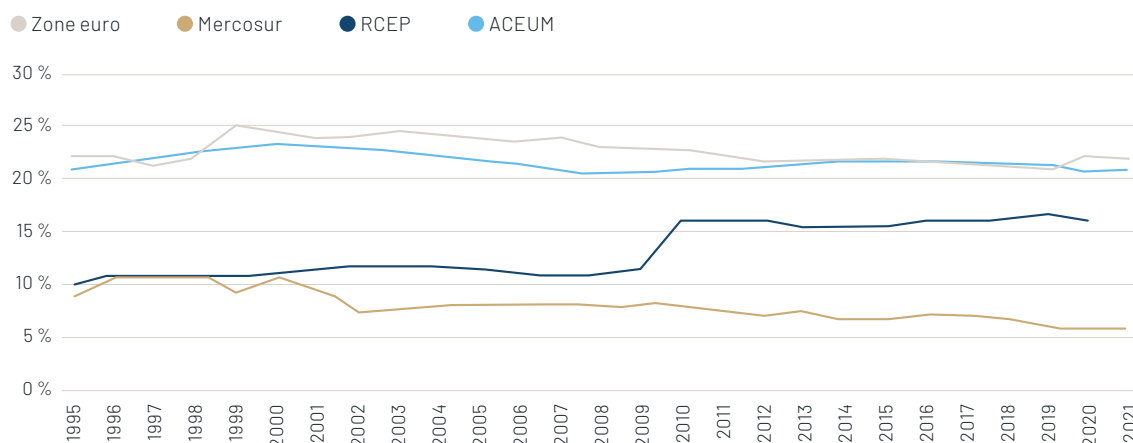
Il y a toutefois eu une croissance solide du commerce de marchandises au sein de ces régions, mais la croissance du commerce intrarégional a été inférieure à celle du commerce total de cet espace. De 2000 à 2021, le commerce intrarégional de la zone euro a augmenté de 137 % contre 163 % pour le commerce total ; l'ACEUM, de 112 % contre 137 % ; le RCEP, de 347 % contre 430 % ; le Mercosur, enfin, de 115 % contre 296 %. En même temps, le commerce avec la Chine a été multiplié par dix aux États-Unis et en Allemagne (bien qu'il se soit affaibli depuis 2018). Enfin, il importe de souligner que ces tendances sont exclusivement liées à l'ouverture du commerce des biens ; le commerce des services, en tant que part du PIB, a augmenté nettement plus. Selon un rapport de McKinsey datant de 2020, parmi les biens échangés, les produits automobiles, chimiques, alimentaires et les boissons sont couramment importés de partenaires régionaux ; en revanche, les biens dans l'aérospatiale, le matériel médical et les produits pharmaceutiques sont davantage susceptibles de faire l'objet d'un commerce plus lointain.

LA PANDÉMIE N'A PAS ÉTÉ JUSQU'ICI LE STIMULANT ATTENDU DE LA RÉGIONALISATION

Selon la *Harvard Business Review*⁷, la pandémie a en fait accru le commerce à longue distance, les exportations asiatiques ayant augmenté pour répondre à la demande. En outre, le Fonds monétaire international (FMI) a observé une élévation de la part de marché des usines asiatiques en Europe et aux États-Unis. D'après ces chercheurs, cela peut être lié aux facteurs suivants :

- **La mondialisation des échanges favorise la spécialisation et les économies d'échelle dans le secteur manufacturier**, ce qui a permis à certaines entreprises asiatiques d'accroître leurs exportations pendant la pandémie. Il faut du temps pour que la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement soit effective. Selon le FMI, les gains de parts de marché des usines asiatiques à la mi-2020 ont été importants par rapport aux normes historiques, mais ils semblent également s'inverser rapidement.
- **L'augmentation des stocks de biens est une solution plus facile à court terme**. Une enquête réalisée par McKinsey en 2020 a montré que les entreprises optent plutôt pour la hausse des niveaux de stocks et le double approvisionnement en matières premières que pour la régionalisation des chaînes d'approvisionnement et la délocalisation de leur propre production. Selon une analyse manufacturière de Goldman Sachs (2022), les entreprises visent en moyenne des ratios stocks/ventes supérieurs d'environ 5 % à ceux d'avant la pandémie.
- **De nombreuses conséquences de la guerre en Ukraine ont favorisé le commerce à longue distance**. Par exemple, l'Europe augmente ses importations d'énergie en provenance de pays plus lointains afin de réduire sa dépendance à l'égard de la Russie. Dans le même temps, la Russie commerce davantage avec l'Asie qu'avec l'Europe, malgré une plus grande distance.

GRAPHIQUE 4 : DÉCLIN DU POIDS DU COMMERCE DANS LE PIB, %



Sources : COMTRADE, Indosuez Wealth Management.

7 - Harvard Business Review (mai 2022) : Trade Regionalization : plus de bruit que de réalité ?



CETTE FOIS, CELA SERA DIFFÉRENT ?

La régionalisation ne prend pas la même importance d'un secteur à un autre, certains produits à faible coût et certaines chaînes de valeur longues demeureront très probablement, notamment en raison de la spécialisation accrue. En outre, comme l'a souligné l'OCDE, la régionalisation n'est pas un jeu à somme nulle : le *nearshoring* et l'*offshoring* peuvent être compatibles et nécessaires dans cet environnement agile. Ce qui est clair après la pandémie, c'est que la production nationale seule ne garantira pas la robustesse des chaînes d'approvisionnement. Cependant, pour les produits pharmaceutiques et les semi-conducteurs, le changement sera inévitable pour des raisons stratégiques.

Enfin, le rôle de la décarbonation dans la tendance à la régionalisation/démondialisation sera progressif, mais inévitable. Progressif, car les investissements dans les énergies renouvelables s'inscrivent dans une trajectoire longue (et encore plus longue dans le cadre du nucléaire), mais permettront à terme de substituer une énergie domestique aux importations d'énergie fossile. La décarbonation représente un problème majeur de coordination mondiale. Un mécanisme d'ajustement tarifaire aux frontières sera sans doute nécessaire pour empêcher les fuites de carbone vers des régimes de production moins réglementés ; cela pourra agir comme un moteur pour une plus grande régionalisation européenne, même si son application restera complexe et ne sera pas dénuée d'effets pervers d'un secteur à l'autre.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

MARCHÉS ÉMERGENTS : DÉMONDIALISATION DES ÉCHANGES OU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ INTÉRIEUR ET DES SERVICES ?

L'hypermondialisation d'après-guerre froide a été un facteur de croissance notable pour les pays émergents de par le rôle qu'ils occupent sur la chaîne de valeur. Si la pandémie a remis sur le devant de la scène la sensibilité de leurs économies au commerce mondial, l'affaiblissement relatif de la dynamique des échanges et la remise en cause de la mondialisation par certains acteurs soulèvent la nécessité pour les pays émergents de repenser un pan entier de leurs économies.



37 %

part du commerce en Chine relativement au PIB
(CONTRE 67 % EN 2007)

UNE FRAGILISATION DU COMMERCE MONDIAL DEPUIS 2008

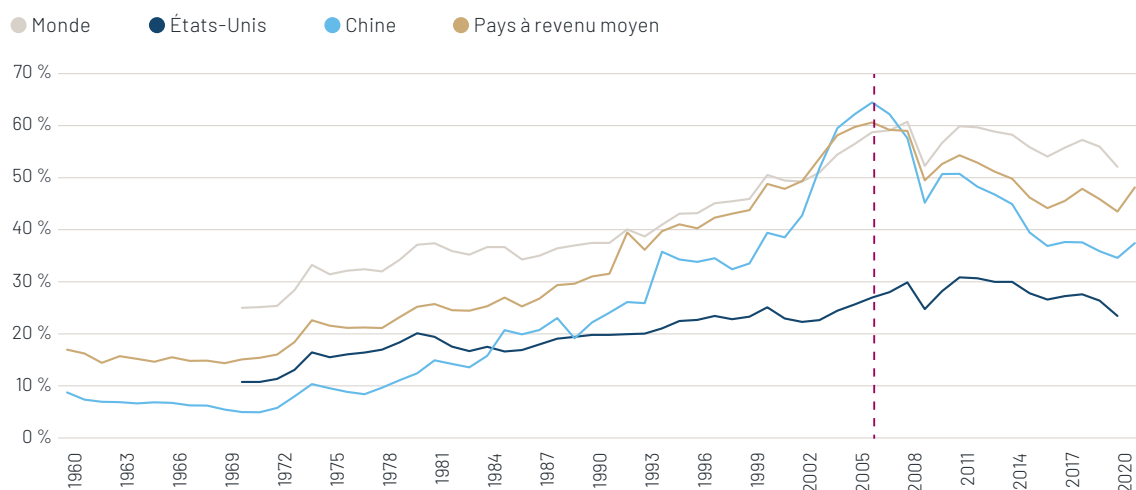
Entre 1970 et 2007, la part du commerce dans le PIB mondial a plus que doublé, passant de 20 % en début de période à 60 % à la veille de la grande crise financière. Cette accélération a notamment été facilitée par le développement des infrastructures de transports et par la transformation des conditions de négociation entre pays après le cycle d'Uruguay, qui a donné naissance à l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Ce nouveau cadre a posé les bases d'un cycle de baisse des tarifs douaniers (de 8,5 % en moyenne au début des années 1990 à 2,5 % en 2017⁸) dont l'une des conséquences a été l'accroissement du commerce international.

En revanche, depuis 2008, la proportion du commerce dans la richesse mondiale semble plafonner. Les pays à moyen revenu, dont la Chine, sont ceux pour lesquels la part du commerce relativement au PIB a le plus diminué (de 62 % en 2007 à 37 % du PIB pour l'unique cas de la Chine - graphique 5) alors même que leur poids dans la richesse mondiale a progressé (la Chine représente désormais 18,5 % du PIB mondial, contre 11 % en 2007).

Plusieurs arguments peuvent expliquer cette tendance.

Premièrement, dans le cas de la Chine, la hausse du niveau de vie s'est traduite par le développement du marché intérieur et des services.

GRAPHIQUE 5 : BAISSÉ DU COMMERCE MONDIAL RELATIVEMENT À LA RICHESSE DEPUIS 2008, % DU PIB



Sources : Banque Mondiale, OCDE, Indosuez Wealth Management.

Deuxièmement, la dernière décennie a connu le passage d'un monde où la production était fragmentée avec un nombre croissant de composants importés dans les économies émergentes, en particulier en Asie, pour être assemblés puis réexportés, à un nouveau système avec davantage d'intégration verticale où la production locale s'est substituée à certains produits précédemment importés. Ainsi, en Chine, la part des importations de composants a diminué (Shafaeddin, 2014), réduisant l'écart entre la part de valeurs ajoutées dans les importations chinoises et celle des exportations (Kee et Tang, 2014). Cette transformation a entraîné un ralentissement de l'expansion des chaînes d'approvisionnement qui est venu modifier la relation entre croissance et commerce - un phénomène plus largement discuté par un rapport de la Banque mondiale⁹ qui montre que l'élasticité à long terme du commerce à la croissance a ainsi chuté de 1,5 entre 2001 et 2007 à moins de un sur les cinq années suivantes.

Troisièmement, la réduction de la compétitivité coût, conjointe à l'évolution des salaires dans les pays émergents, ainsi que l'affaiblissement de la part de l'investissement (à forte intensité commerciale) dans le PIB après 2008, sont également des vents contraires au commerce mondial. Plus récemment, le retour de la préférence nationale, lié au besoin d'autonomie dans des secteurs stratégiques, a conduit à un relèvement des droits de douane et du nombre de mesures protectionnistes (graphique 6), lesquels viennent réévaluer l'arbitrage entre importations d'un côté et production

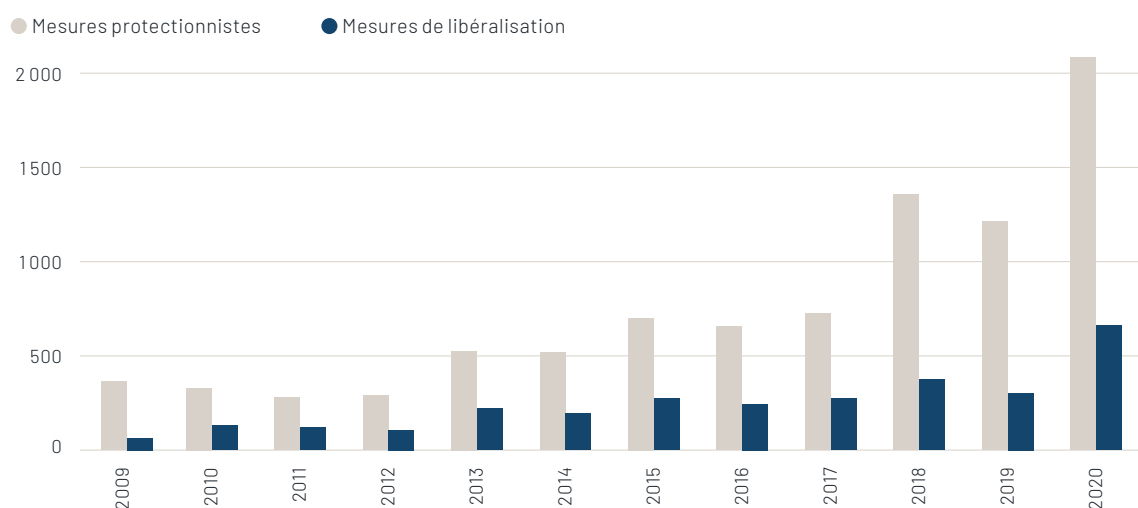
domestique de l'autre, généralement en faveur de la seconde. L'importation de produits chinois aux États-Unis a ainsi baissé de près de 25 % entre mi-2018, date de l'introduction de nouvelles taxes à l'import, et mi-2019 (bien qu'une partie de la baisse puisse être expliquée par une moindre demande liée au durcissement des conditions financières aux États-Unis courant 2018), tandis que la diversion vers d'autres économies asiatiques a été limitée.

TROUVER UN RELAIS DE CROISSANCE DANS LES SERVICES

Les politiques économiques publiques des pays émergents ont longtemps été tournées vers l'ouverture commerciale (introduction de zones économiques spéciales, subventions pour l'industrie manufacturière exportatrice) et le développement du secteur manufacturier.

Mais ce nouvel environnement dépeint précédemment force certains pays à rééquilibrer leur mix de croissance. La révolution technologique, dont l'une des conséquences est la robotisation et la réduction des besoins en main-d'œuvre bon marché, rebat les cartes. Les pays émergents ne pourront plus se reposer uniquement sur le commerce international pour poursuivre leur rattrapage des économies développées.

GRAPHIQUE 6 : ACCÉLÉRATION DU NOMBRE DE MESURES PROTECTIONNISTES



Sources : Global Trade Alert, IISD, Indosuez Wealth Management.

9 - C. Constantinescu, A. Mattoo, M. Ruta (2015), *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*.

Les nations qui se concentrent sur la mise à niveau de l'infrastructure physique afin d'accélérer l'adoption des technologies de cinquième génération, l'intelligence artificielle et la robotique, seront les mieux placées demain ; d'où le chemin pris par la Chine dans son XIV^e plan quinquennal pour accroître les investissements dans ces secteurs où les gains de productivité sont les plus élevés¹⁰.

L'amélioration des conditions de vie des populations des pays émergents doit également être prise en compte par les gouvernements : le cabinet de conseil McKinsey avait ainsi mis en avant dès 2005 la relation quasi linéaire entre la part des services dans le revenu global d'un pays et le PIB par habitant (en parité de pouvoir d'achat).

La réduction de la pauvreté, la hausse du taux de bancarisation et de l'accès à l'internet, conjuguées aux transferts technologiques dont les pays émergents ont pu bénéficier, ont débloqué de nouvelles opportunités dans les services (graphique 7). Ces derniers pourraient représenter le socle d'une croissance économique plus durable, alors même que la démographie des marchés émergents deviendra de moins en moins favorable ; aussi la croissance devra-t-elle de plus en plus reposer sur les gains de productivité. Il convient néanmoins de noter que, au sein des services, les sous-secteurs enregistrant de meilleurs gains de productivité ne sont pas ceux à l'origine des créations les plus nombreuses d'emplois - d'où l'importance d'une politique publique plus globale (éducation, services sociaux, redistribution...), afin d'intégrer l'ensemble de la population dans la transformation de l'économie domestique.

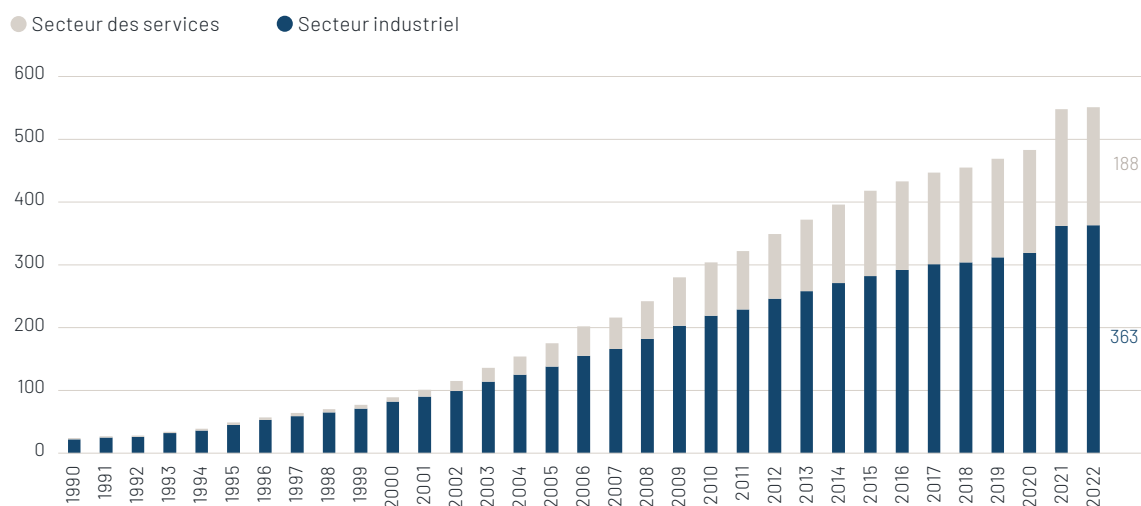
D'un point de vue investisseur, ce recentrage vers les services vient indirectement modifier le mix sectoriel des indices actions des pays émergents. Le poids cumulé du secteur de l'énergie et des matériaux représentait un tiers de l'indice MSCI EM en 2009 ; mais il a connu depuis un déclin significatif, au profit de la consommation discrétionnaire et de la technologie, dont le poids combiné a doublé (désormais à 33 %).

VERS DE NOUVELLES COOPÉRATIONS ÉCONOMIQUES

En parallèle, d'autres évolutions dans la structure même du commerce international sont à l'œuvre. Liées à une remise en cause plus globale de la mondialisation, elles ont été rendues plus aiguës par la pandémie, et sont à rechercher dans :

- Le manque de volonté politique, comme l'échec du cycle de Doha qui visait à faciliter l'intégration des pays les moins développés dans le commerce mondial.
- La politique commerciale américaine sous la présidence Trump (« *America First* »), qui a réduit le pouvoir de l'OMC et transformé les accords multilatéraux (par exemple, l'ALENA transformé en ACEUM) tout en pointant du doigt la Chine, accusée de dumping et de vol de propriété intellectuelle.
- La volonté d'avoir une autonomie économique afin d'éviter l'apparition de goulets d'étranglement (effet COVID-19 et guerre russo-ukrainienne).

GRAPHIQUE 7 : ACCÉLÉRATION DES ANNONCES D'ACCORDS COMMERCIAUX INTERRÉGIONAUX, NOTAMMENT DANS LES SERVICES



Sources : WTO, RTA-IS, Indosuez Wealth Management.

10 - Banque mondiale (2021), *At Your Service? The Promise of Services-Led Development*.



LE RCEP
regroupe
30%
du PIB mondial

En réponse à cette organisation très « occi-dentalo-centrée » du commerce, les économies émergentes avaient déjà créé de nouveaux blocs commerciaux de libre-échange (Mercosur, lancé en 1991 ; Communauté de développement d'Afrique australe (SADC), en 1992). Depuis, ce rapprochement s'est accéléré avec la création en 2018 de l'African Continental Free Trade Area et avec l'entrée en vigueur du Partenariat économique global régional (RCEP), en 2022, qui regroupe 30 % du produit intérieur brut mondial et 2,3 milliards d'habitants (graphique 8, page 21).

Ce dernier accord vise à réduire de 90 % les droits de douane entre membres, mais aussi à simplifier les chaînes d'approvisionnement, et couvre également les secteurs des services, des télécommunications, les investissements et les droits sur la propriété intellectuelle. De ce point de vue, la tendance est donc plutôt à une réorganisation des flux commerciaux (avec une part grandissante des flux Sud-Sud) qu'à un simple arrêt des relations commerciales entre pays.

QUELS IMPACTS ?

Les dernières crises ont poussé les pays émergents à se replier sur eux-mêmes et à protéger leurs intérêts nationaux (réduction des exportations indiennes de blé en 2022, réorientation des exportations de matières premières de la Russie vers l'Asie pour échapper aux sanctions occidentales). La mondialisation a donc évolué vers une régionalisation des intérêts économiques, politiques et sociaux. On assiste ainsi à la formation de trois grands blocs commerciaux, centrés sur les États-Unis, l'Europe et la Chine-Asie ; chacun d'eux vise à relocaliser les industries sensibles (technologies, santé, armement) et à privilégier les échanges transfrontaliers, tendance exacerbée par la flambée des coûts des matières premières et du fret.

Ce nouvel environnement signifie également par la fin de la désinflation importée. Après avoir été l'usine de production du monde, les économies émergentes se tournent progressivement vers la production de produits à plus forte valeur ajoutée, comme on l'a vu plus haut. Les plans « *Made in China 2025* » et « *China Standards 2035* » illustrent bien ce virage économique.

Ces derniers visent à la fois à réduire la dépendance de la Chine aux technologies de pointe et à faire du pays une puissance économique axée sur la production à forte valeur ajoutée mais aussi à relancer la croissance interne et à participer à l'établissement des normes internationales pour les technologies de nouvelles générations. La Chine s'inspire en cela des exemples du Japon, de la Corée et de Taïwan. Les autorités chinoises veulent atteindre 40 % de fabrication de composants électroniques en 2020 et 70 % en 2025, et ainsi devenir le leader mondial sur dix secteurs clés, allant des équipements agricoles aux équipements de haute technologie, en passant par les véhicules électriques.

CONCLUSION : UNE NOUVELLE ORGANISATION DU COMMERCE

On ne peut donc pas parler de démondialisation des échanges (en valeur nominale, l'échange de marchandises entre pays continue d'ailleurs de progresser), mais plutôt : a) du nouveau rôle de la Chine dans le commerce international, et b) d'une redéfinition des termes de l'échange (liée, par exemple, à la hausse du protectionnisme) se traduisant par une nouvelle organisation du commerce qui s'appuie sur une base régionale tournée vers la consommation domestique et de proximité des économies émergentes.

La transition climatique sera un élément clé pour déterminer la dynamique future des échanges commerciaux : la hausse des investissements – entraînant davantage d'échanges commerciaux entre pays – qu'elle nécessite devrait être un facteur de soutien, tandis que l'apparition de nouvelles contraintes (tarification carbone, augmentation du coût des externalités négatives liées au dérèglement climatique, sécurisation de l'approvisionnement en métaux de la transition écologique) sera au cœur de la redistribution des flux existants vers de nouveaux acteurs commerciaux (Afrique, Amérique latine, par exemple).

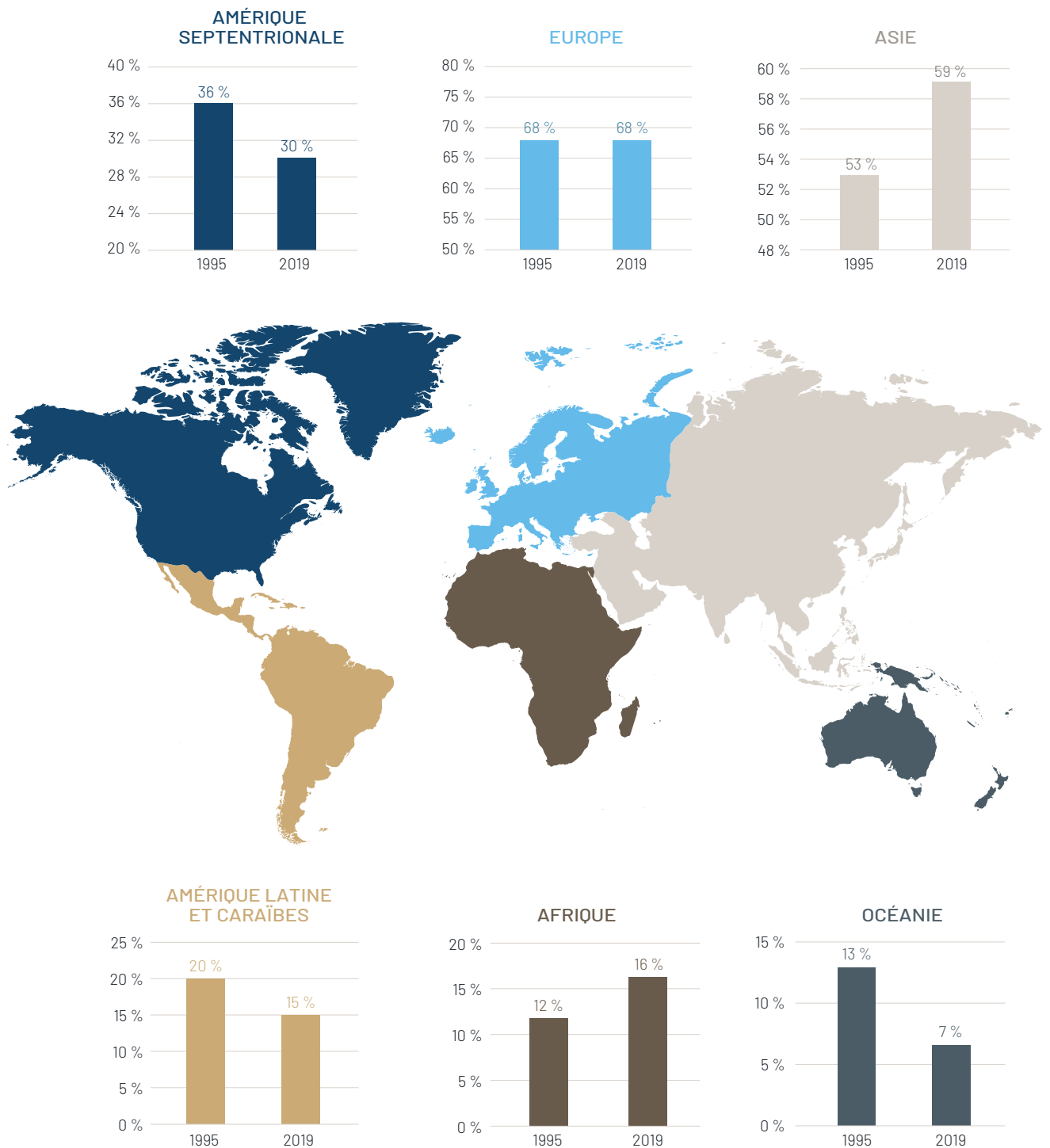


Thierry MARTINEZ
Asset Allocation Portfolio Manager



Adrien ROURE
Investment Strategy Analyst

GRAPHIQUE 8 : HAUSSE DU COMMERCE INTER-RÉGIONAL
EN ASIE ET EN AFRIQUE, %



Sources : UNCTADstat, Indosuez Wealth Management.

VERS UNE RELOCALISATION DE L'ÉPARGNE ET DU FINANCEMENT DES ÉTATS ?

La montée des tensions politiques et la régionalisation croissante des échanges soulèvent la question de la durabilité de la mondialisation des flux d'épargne et de financement. La dépendance des investisseurs internationaux à l'égard des bons du Trésor américain et/ou des produits d'épargne dominés par le dollar n'est peut-être pas aussi permanente qu'on le pensait, mais la nationalisation des bilans implique également des risques que certains emprunteurs (même très liquides) comme les États-Unis ne sont peut-être pas prêts à prendre.

FINANCEMENT DES ÉTATS : L'IMPACT DES BALANCES COMMERCIALES ET DES RÉSERVES DE CHANGE

La dominance du dollar pour capturer les flux internationaux d'épargne s'applique aux investisseurs institutionnels (banques centrales, fonds souverains).

Selon les pays, un surplus de balance commerciale, quand il est réalisé sur des biens et services libellés en dollars, contribue à faire croître les réserves à l'actif de la banque centrale d'un pays. Ces excédents peuvent être échangés dans d'autres devises que le dollar ; toutefois, les possibilités d'investissement sur le marché américain, et plus précisément le marché obligataire, permettent de bénéficier des avantages du marché le plus liquide au monde, sur une des signatures les mieux notées, bien qu'ayant perdu le fameux AAA depuis 2011.

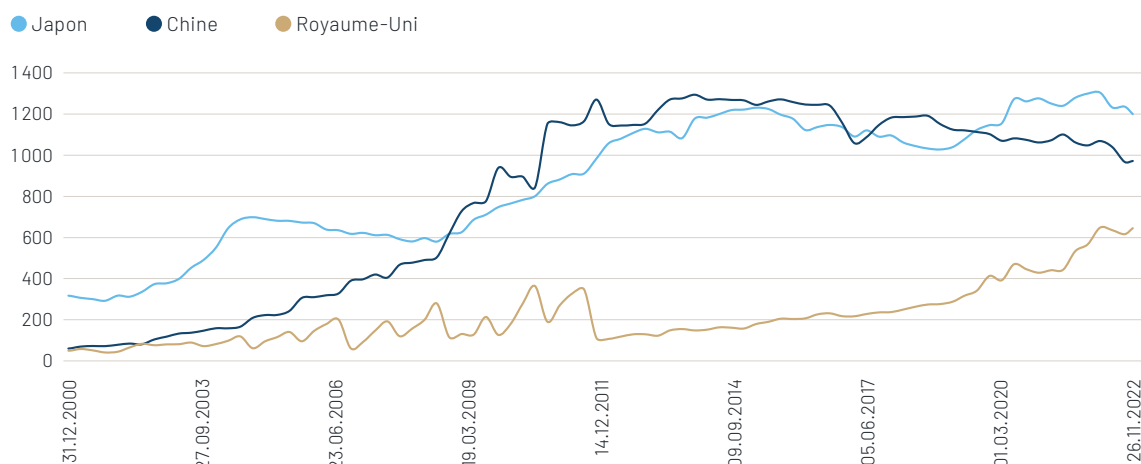
Les pays asiatiques détiennent massivement de la dette d'État américaine (graphique 9). C'est à la fois la conséquence de ces substantiels excédents commerciaux réalisés avec les États-Unis et la traduction d'une volonté de stabiliser leurs devises face au dollar. Le Japon et la Chine détiennent à eux seuls près de 2 200 milliards de dollars sur un total en circulation de 31 000 milliards de dollars (sources : Department of Treasury, Federal Reserve Board). Certains pays ont aussi tiré des enseignements de la crise asiatique de 1997 en constituant de plus amples réserves de change.

Mais ce poids du dollar au bilan des banques centrales n'a rien d'obligatoire ou de permanent. À titre d'anecdote, la Russie avait vendu l'ensemble de ses titres (environ 100 millions de dollars) dès 2018. Très en amont, donc, des sanctions internationales restreignant la capacité du pays à utiliser le dollar comme devise de transactions.



LE POIDS DU DOLLAR
au bilan des
BANQUES CENTRALES
n'a rien
de permanent

GRAPHIQUE 9 : DÉTENTION D'OBLIGATIONS AMÉRICAINES PAR LES BANQUES CENTRALES ÉTRANGÈRES, MILLIARDS DE DOLLARS D'OBLIGATIONS DU TRÉSOR



Sources : Federal Reserve Board, Indosuez Wealth Management.

Une question pourrait se poser : la diminution des excédents commerciaux et la régionalisation des échanges pourraient-elles amener à réduire cette accumulation des réserves de change (et donc des interdépendances financières) ? De fait, en 2022, on peut constater une baisse de 7 % des réserves de change des banques centrales, mais cela semble davantage dû à la mobilisation de ces réserves pour stabiliser la devise de nombreux pays.

Face à ces évolutions récentes, nous pourrions cependant assister à plusieurs évolutions :

- Le risque de sanction sur les réserves de change (matérialisé dans le cas de la Russie) pourrait se traduire par une moindre allocation en dollars des réserves de certaines banques centrales.
- La volonté de certains pays de commercer davantage en dehors du dollar (en renminbi, par exemple) pourrait conduire à régionaliser davantage les réserves de change, et donc les circuits de financement.

RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE : FACTEUR DE LOCALISATION DE L'ÉPARGNE ?

Après la crise financière de 2008, les acteurs financiers avaient inventé le terme de « Grande Répression financière » pour qualifier la vague de réglementations qui s'était abattue sur les banques, les assureurs ou les fonds de pension afin d'augmenter leurs ratios de solvabilité, et ainsi de contrer par construction toute nouvelle faillite de nature systémique.

Ces réglementations (Bâle IV et Solvency II notamment), produites par des organes proches ou directement issus des gouvernements, incitent à diriger une partie de leurs investissements vers les dettes d'État par une moindre pondération dans les calculs de risque.

À titre d'exemple, la réforme des fonds monétaires aux États-Unis implémentée par la SEC¹¹ en 2016 impose de détenir des actifs très liquides en portefeuille. Or, les actifs les plus liquides sont notamment les T-Bills, émis par le Trésor américain.

Au fil du temps, la création monétaire se transfère de la banque centrale vers les États. Ce nouvel environnement s'observe clairement aux États-Unis, où la Direction du Trésor pilote par l'intermédiaire de son compte auprès de la Fed les liquidités en circulation.

Pour autant, et paradoxalement, les régulateurs européens avaient aussi souhaité davantage harmoniser et « dénationaliser » le bilan des banques commerciales européennes (faire en sorte que les banques de la zone euro ne détiennent pas uniquement la dette de leur pays), afin de réduire le risque de transmission systémique ; mais cette régionalisation passe *de facto* par l'émission d'euro bonds. Ce qui repose question sur la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire.

SOUTENABILITÉ BUDGÉTAIRE ET DÉPENDANCE INTERNATIONALE

Assez rapidement, la soutenabilité de la dette peut devenir une interrogation pour les marchés. Le Royaume-Uni en a fait l'amère expérience en septembre 2022. L'annonce d'un plan de baisse des impôts, non financé par une baisse des dépenses, par exemple, a immédiatement fait baisser la devise et augmenter les taux.

Cet exemple se rapproche du comportement des pays émergents, dépendants des flux de capitaux étrangers pour équilibrer leur balance courante. Dans ce cas précis, une nuance importante mérite d'être soulignée : les actifs des fonds de pension britanniques s'élèvent à 6 100 milliards de livres sterling (source : Office for National Statistics). À comparer à la dette du pays, qui s'élève à 2 069 milliards de livres sterling, soit 94,5 % du PIB.

11 - Organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

PLUSIEURS MODÈLES DE FINANCEMENT DES ÉTATS

En zone euro, le financement à la marge des États repose depuis la crise souveraine de 2011-2014 sur les achats de la Banque centrale européenne (BCE). Elle s'appuie également sur une épargne domestique dirigée (assurance-vie en France (près de 1 900 milliards d'euros à la fin 2021 – source : ACPR), fonds de pension aux Pays-Bas) vers les obligations souveraines.

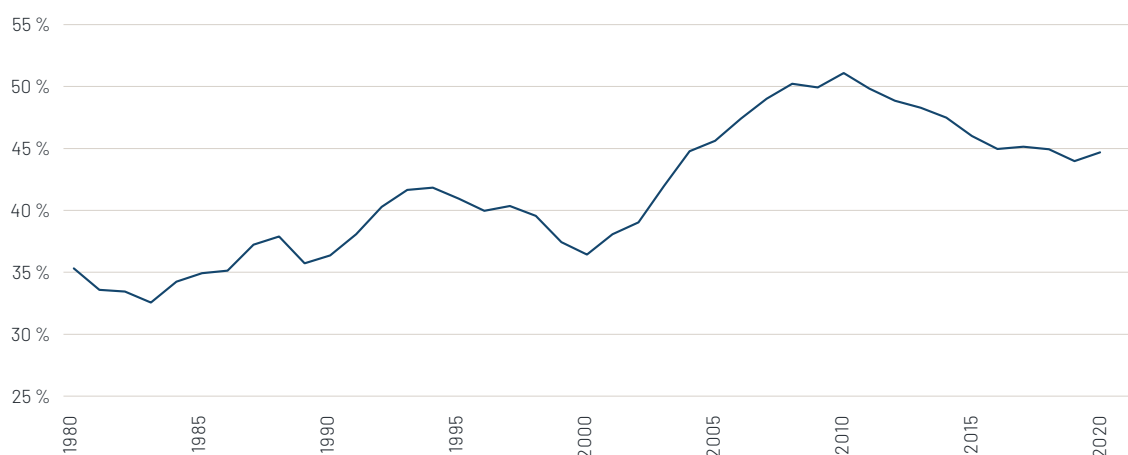
En parallèle, le système bancaire utilise les emprunts d'État comme collatéral pour les opérations sur produits dérivés. Les titres acceptés en collatéral doivent être de bonne signature et liquides : des emprunts d'État ! La mécanique réglementaire pour les banques européennes transite par le comité de Bâle sur la supervision bancaire. La dernière évolution réglementaire majeure date de 2017, requérant une marge initiale puis une marge de variation, que l'on peut assimiler à des coussins de protection des banques. En conséquence, le besoin de collatéral des banques s'accroît.

Du côté des États-Unis, comme mentionné dans l'article sur les marchés des changes, page 31, la dette fédérale colossale continue d'être refinancée auprès du reste du monde et grâce au « privilège exorbitant » du dollar, principale monnaie de réserve au niveau mondial.

La question de la pérennité de cette double dépendance Chine/Amérique (l'excédent commercial chinois finance la dette fédérale) pourrait cependant se poser, si la dynamique des échanges est amenée à se régionaliser, si les États-Unis diversifient davantage leurs fournisseurs et si une part croissante de ces échanges est réalisée dans d'autres devises que le dollar. Mais ce qui permet aujourd'hui aux États-Unis de continuer à attirer un niveau important de financements, c'est l'attractivité du rendement de la courbe des taux américaine et la confiance qui demeure dans la monnaie.

Enfin, en Chine, on constate un modèle de financement faiblement dépendant des flux internationaux, et qui repose principalement sur une épargne domestique très élevée (graphique 10), ce qui permet de faire face à un taux d'endettement lui aussi en forte progression. L'endettement de l'État central reste modéré, comparé aux ratios des pays développés (75 % du PIB). En revanche, l'endettement total du pays, incluant les provinces et les ménages, a quasiment doublé depuis le début des années 2000, représentant dorénavant 300 % du PIB (source : Bloomberg), l'un des plus élevés au monde. Sans souscrire au raccourci selon lequel la croissance chinoise récente s'est réalisée à crédit, la restructuration en profondeur du secteur de l'immobilier s'accompagne d'une réduction forcée de l'endettement.

GRAPHIQUE 10 : ÉPARGNE DOMESTIQUE BRUTE EN CHINE, % DU PIB



Sources : Banque mondiale, OCDE, Indosuez Wealth Management.

L'épargne brute des ménages chinois se stabilise au-dessus de 40 % (source : Banque mondiale) ; elle permet à la fois de garantir le financement de l'économie par des ressources domestiques, et d'assurer un coussin de consommation future qui ne s'est pas débloqué jusqu'à présent. En parallèle, la crise immobilière en cours depuis plus d'une année – et les défauts multipliés sur les obligations en dollars de promoteurs immobiliers – contribue à accroître la défiance des investisseurs internationaux. De plus, la confirmation du troisième mandat pour Xi Jinping lors du XX^e Congrès du parti communiste fin octobre 2022 a renforcé la ligne dure au pouvoir, jetant un froid parmi les investisseurs internationaux. Alors même que le gouvernement a entrepris de moderniser et d'ouvrir les marchés de capitaux, le refinancement de la croissance chinoise risque de reposer principalement sur les ressources du pays.

A *contrario*, les États qualifiés d'émergents attireront des investisseurs moins adverses au risque et à la recherche de rendement, donc soumis à une volatilité accrue.

La capacité d'un État, ou d'une zone géographique, à émettre de la dette dans sa propre devise influe également sur la qualité et la stabilité des acheteurs de sa dette. Le Japon défie depuis des décennies les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette, essentiellement détenue par des institutions domestiques. La dette nette représente 170 % du PIB, tandis que la dette brute atteint 263 %. Le contrôle de la courbe des taux d'intérêt, assuré par la Banque du Japon, assure le maintien de taux d'intérêt très bas.

En Europe, les stigmates de la crise souveraine de 2011-2012 dirigent encore aujourd'hui les afflux de capitaux venant de l'étranger vers les pays les mieux notés. En France, plus de la moitié de la dette est détenue par des non-résidents, (source : Banque de France, graphique 11). Par ruissellement ou effet d'adhérence, l'épargne domestique européenne se déverse ensuite vers les pays de la zone moins bien notés, et plus volatils. La fin des politiques monétaires expansionnistes pose la question du remplacement des achats des banques centrales par d'autres investisseurs. La fin de l'« administration » des marchés obligataires européens a déjà eu un double effet : prix (hausse des taux) et volatilité. Les institutionnels européens, qui s'étaient déplacés sur la courbe de risque en augmentant leur allocation vers la dette d'entreprises, devraient revenir sur la dette d'État.

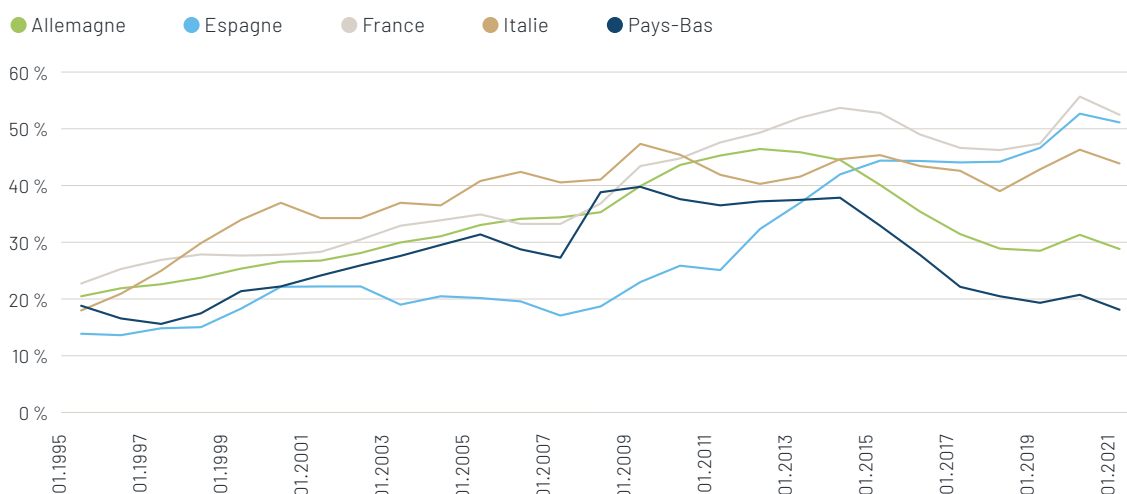


Les stigmates
de la **CRISE
SOUVERAINE
EUROPÉENNE**
dirigent encore
les flux de capitaux

UNE FORTE RELATION ENTRE STATUT DE LA DETTE ET TYPOLOGIE DES INVESTISSEURS

La crédibilité d'un État à rembourser sa dette dans le futur, ou plus précisément à conserver un accès toujours ouvert à des sources de financement, détermine le type d'acheteur pour cette dette. Les États dotés des meilleures notations attirent des investisseurs institutionnels (fonds de pension, banques centrales) dont la sensibilité au risque de contrepartie est supérieure à la recherche de rendement.

GRAPHIQUE 11 : TAUX DE DÉTENTION DE LA DETTE PUBLIQUE PAR LES NON-RÉSIDENTS POUR LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO, % DU PIB



Sources : Eurostat, Indosuez Wealth Management.



En conclusion, le financement des États et les flux d'épargne mondiaux dépendent de la stature d'un État pour attirer les capitaux d'investisseurs institutionnels, puis de la mobilité des capitaux de l'épargne des particuliers, contrainte par des réglementations domestiques visant à limiter cette mobilité. Depuis 2008, les États des pays développés ont mis en place les outils pour diriger l'épargne domestique vers leur propre financement. À l'aune des tensions internationales, la question peut être posée de l'utilisation par la Chine de son stock de dette comme instrument d'influence – ou, pire, comme arme vis-à-vis des États-Unis en menaçant de procéder à sa vente partielle ou totale. Ce type d'interrogation trouve immédiatement ses limites : quel acteur financier peut acheter ce stock ?

Seules des institutions américaines seraient en mesure d'absorber ce flux ; elles sont donc en position de décider du prix, forcément en défaveur du vendeur. Un autre canal d'ajustement serait le taux de change : quelle contrepartie pourrait convertir les dollars reçus de la vente de titres en yuan ? Une hausse soudaine de la demande de yuan, déconnectée des flux commerciaux, pousserait la devise dans une spirale haussière, au détriment de l'économie chinoise, toujours exportatrice ! L'arme que représente l'arrêt possible du refinancement de la dette fédérale américaine par la Chine pourrait donc se retourner contre cette dernière. Aussi la démondialisation des flux d'épargne et de financement n'est-elle peut-être pas à l'ordre du jour.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Fixed Income

LA DÉMONDIALISATION OFFRE-T-ELLE DES OPPORTUNITÉS POUR LES ACTIONS DOMESTIQUES ?

Les entreprises domestiques ont affiché une meilleure performance depuis le début de la crise géopolitique. Les difficultés d'approvisionnement, les réflexions sur la nécessité de restaurer une capacité industrielle locale ainsi que la dépendance énergétique poussent les entreprises à sortir du dogme ricardien fondé sur les avantages comparatifs.

REPENSER LA MONDIALISATION ?

Dans une lettre adressée aux actionnaires le 24 mars 2022, le PDG de BlackRock, Larry Fink, annonce que l'invasion russe a mis fin à la mondialisation telle qu'on la connaît depuis trente ans. Sans conteste, le conflit en Ukraine déstabilise l'ordre international établi et questionne sur la durabilité d'un modèle économique mondialisé. Plus précisément, chaque pays est amené à repenser sa place sur l'échiquier politique mondial, et donc à reconsidérer certains thèmes stratégiques tels que l'indépendance énergétique, la sécurité nationale ou encore la souveraineté industrielle.

La crise sanitaire de la COVID-19 avait déjà fragilisé le modèle existant et remis en question l'organisation des chaînes de production et d'approvisionnement. L'inflation inhérente aux perturbations du commerce international, ajoutée à la prise en compte des exigences en matière ESG (environnemental, social et de gouvernance) et à la hausse des coûts salariaux dans les pays émergents « disruptés » par la robotisation/automatisation des systèmes de production, avait déjà conduit certaines entreprises à relocaliser une partie de leur appareil productif.

Selon Joseph E. Stiglitz, prix Nobel d'économie, « il faut totalement repenser la mondialisation ». La polarisation de l'ordre mondial, exacerbée par le conflit ukrainien, amène incontestablement les États à redessiner leurs axes stratégiques au travers de leurs politiques nationales.

C'est aussi l'occasion pour les États de construire un modèle économique plus durable en accélérant la transition climatique afin d'atteindre l'indépendance énergétique le plus rapidement possible.

LES ENTREPRISES DOMESTIQUES : ACTEURS DE L'INDÉPENDANCE ÉNERGÉTIQUE

En effet, la guerre en Ukraine a mis en exergue la dépendance énergétique des pays européens à l'égard de combustibles fossiles russes. D'un point de vue plus global, l'engagement des principaux pays développés à réduire leurs émissions carbone renforce la nécessité d'augmenter la part des énergies renouvelables et bas carbone au sein des mix énergétiques. C'est dans ce sens que l'Europe a lancé son plan REPowerEU, visant à accroître les économies d'énergie, à diversifier les approvisionnements et à accélérer le déploiement des énergies renouvelables. Cette stratégie ambitieuse a notamment pour objectif de porter de 3 à 15 % la part de l'énergie solaire, et plus globalement d'atteindre 45 % d'énergies renouvelables dans le mix énergétique européen d'ici à 2030. C'est dans ce contexte que les entreprises domestiques de production et de distribution d'électricité devront aider les États à remplir leurs objectifs. Iberdrola, premier producteur et distributeur espagnol d'énergie, figure par exemple parmi les *leaders* mondiaux dans les énergies éoliennes. De leur côté, les États-Unis pourront s'appuyer sur leurs champions dans des technologies de pointe, indispensables pour transformer l'énergie solaire en électricité, tels Enphase et SolarEdge.

Le gouvernement américain est également actif face à l'enjeu climatique. Même si structurellement les États-Unis jouissent d'une quasi-indépendance énergétique, la volonté renouvelée de l'administration Biden d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050 requiert la mise en place de politiques volontaristes.



30
MILLIARDS
USD
d'aides seront
ALLOUÉES
À L'ÉNERGIE
NUCLÉAIRE US

C'est dans cette perspective que le plan IRA (Inflation Reduction Act) prévoit un budget de 400 milliards de dollars pour lutter contre le réchauffement climatique, où plus de 30 milliards d'aides seront alloués à l'énergie nucléaire, considérée comme source importante d'électricité bas carbone. Même si une partie de ce plan pourrait être diluée après les élections de mi-mandat, des entreprises comme Constellation Energy - plus gros propriétaire de centrales nucléaires aux États-Unis - bénéficieront directement de ces aides. D'autres entreprises comme Cameco - premier fournisseur intégré d'uranium, exploitant uniquement en Amérique du Nord - devraient aussi bénéficier du soutien de l'État à toute la filière.

LES PAYS RÉINVESTISSENT MASSIVEMENT DANS LEUR DÉFENSE

Autre changement majeur dans les dépenses budgétaires des États : la défense (tableau 1). Lors de la présentation du budget en mars 2022, le président Biden a appelé les citoyens « à l'un des plus grands investissements de l'histoire américaine », avec une hausse des dépenses de défense d'environ 4 %, pour un budget atteignant les 813 milliards de dollars pour l'exercice 2023. C'est de loin le plus gros budget de l'histoire consacré à la sécurité du pays.

Une large part de ce budget (environ 300 milliards) n'est absolument pas consacrée à l'armement, mais uniquement à la recherche et au développement de nouveaux équipements technologiques, notamment vers la cybersécurité et l'intelligence artificielle. L'enjeu stratégique des gouvernements aujourd'hui se situe davantage dans la course aux innovations technologiques liées aux systèmes d'information que dans le développement du complexe militaro-industriel. À titre d'exemple, le premier partenaire du Pentagone est l'entreprise Leidos, spécialisée dans les prestations de services scientifiques, d'ingénierie et de technologie de l'information.

Le ministère de la Défense travaille aussi dans ce sens avec d'autres entreprises technologiques privées quasi exclusivement dédiées aux besoins du gouvernement, tels Booz Allen Hamilton ou Science Applications. Les contraintes de sécurité impliquent naturellement que les contrats soient passés avec des entreprises nationales. Et les besoins sont tels que d'autres fleurons technologiques et/ou industriels pourraient émerger ces prochaines années.

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DES DÉPENSES DE DÉFENSE, ANNONCES DES GOUVERNEMENTS

	2021, milliards USD	% PIB	Prévisions annoncées
États-Unis	778,2	3,5 %	Augmentation de 4 % dans le budget 2023
Allemagne	52,8	1,4 %	Objectif : plus de 2 % du PIB d'ici 2024
Italie	28,9	1,6 %	Objectif : 2 % du PIB d'ici 2028 (soit une augmentation de 40 % vs 2021)
France	52,7	2,1 %	Augmentation de 3 milliards d'euros en 2023
Pologne	13,4	2,1 %	Objectif : 3 % du PIB d'ici 2028 (soit une augmentation de 40 % vs 2021)
Norvège	8,3	1,9 %	Objectif : 2 % du PIB d'ici 2028
Roumanie	5,8	2,0 %	Objectif : 2,5 % du PIB dès 2023
Danemark	5,5	1,4 %	Objectif : 2 % du PIB dès 2023
Lituanie	1,3	2,1 %	Objectif : 2,5 % du PIB dès 2023
Lettonie	0,9	2,3 %	Objectif : 2,5 % du PIB dès 2023
Estonie	0,8	2,3 %	Objectif : 2,5 % du PIB dès 2023
Suède	6,7	1,2 %	Objectif : 2 % du PIB d'ici 2028
Finlande	4,1	1,5 %	A annoncé vouloir rejoindre l'OTAN et augmente son budget de 50 %
Autriche	3,6	0,8 %	Objectif : 1 % du PIB dès 2023

Sources : OTAN, Banque mondiale, Indosuez Wealth Management.

L'Europe n'est pas en reste. La Commission européenne a en effet proposé le premier Fonds européen de la défense, doté de 7,9 milliards d'euros. Ce Fonds de défense complète et renforce les investissements nationaux dans la recherche, le développement et l'acquisition d'équipements de technologies de défense. Par ailleurs, après une baisse continue des budgets de défense ces quarante dernières années, la plupart des pays européens ont l'intention d'augmenter significativement leurs dépenses dans ce secteur.

L'Allemagne a ainsi décidé de doubler son budget de défense, le faisant passer à 200 milliards d'euros par an (soit 2 % de son PIB) d'ici à 2024 ; l'Italie vise également 2 % du PIB d'ici à 2028 (soit une hausse de 40 % par rapport à 2021), et la Pologne 3 % dès 2023. Les champions européens du secteur, tels Thalès ou Leonardo, exposés majoritairement à l'Europe, seront donc mis à contribution.

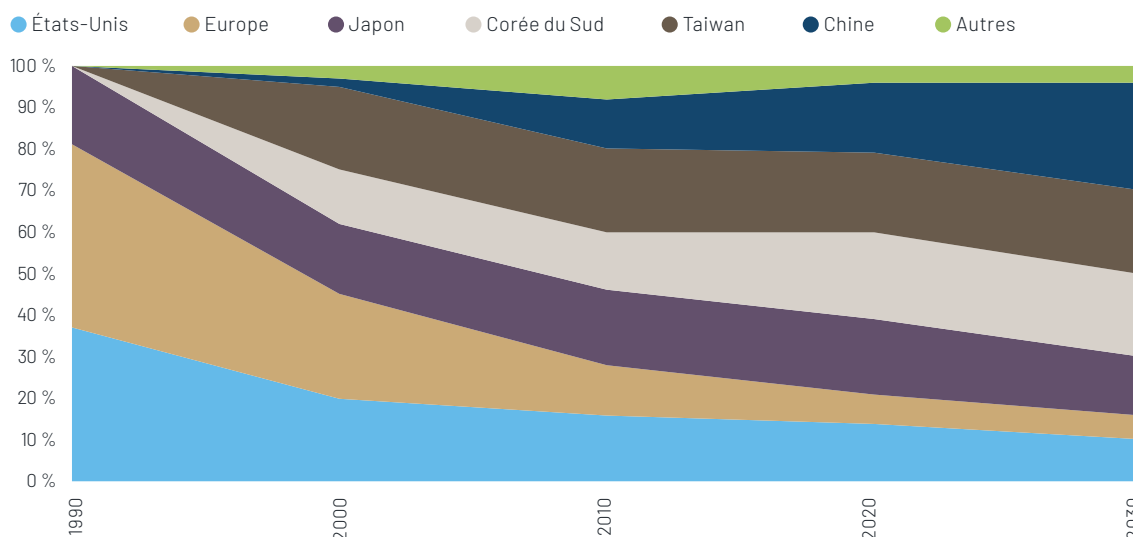
Cette montée des tensions géopolitiques à l'échelle mondiale, couplée aux disruptions des chaînes d'approvisionnement dues à la COVID-19, a fait aussi resurgir la problématique de la souveraineté industrielle.

L'AUTONOMIE SUR CERTAINS PANS DE L'INDUSTRIE, COMME LES SEMI-CONDUCTEURS, EST DEVENUE UN ENJEU STRATÉGIQUE

Les composants électroniques qu'on appelle aussi semi-conducteurs sont au cœur de toute l'électronique moderne et équipent une majorité de produits manufacturés (du smartphone à l'hélicoptère). Ces puces sont actuellement produites à presque 80 % en Asie, et cette proportion est amenée à augmenter dans les années à venir (graphique 12). À titre de comparaison, l'Europe fournissait en 1990 plus de 40 % des puces électroniques fabriquées dans le monde, contre moins de 10 % aujourd'hui.

Or, la dépendance des États-Unis et de l'Europe à l'égard des usines asiatiques menace la souveraineté industrielle des États ; par ailleurs, l'approvisionnement en composants n'est pas sécurisé et fragilise les chaînes de production ; enfin, la faible protection de la propriété intellectuelle constitue également un enjeu pour la sécurité nationale (de nombreux équipements militaires fonctionnant à l'aide de ces semi-conducteurs).

GRAPHIQUE 12: L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION MONDIALE DE SEMI-CONDUCTEURS PAR PAYS, %



Note : Ces projections ne prennent pas en compte les ambitions des plans américain et européen.
Sources : BCG, Semiconductor Industry Association, Indosuez Wealth Management.



52,7
MILLIARDS
USD

pour les entreprises
RELOCALISANT
LA PRODUCTION
de semi-conducteurs

C'est du reste dans ce cadre que le gouvernement américain a bloqué la vente de certaines puces dédiées au calcul haute performance et à l'intelligence artificielle, fabriquées par les entreprises Nvidia et AMD, vers la Chine et la Russie.

Le Congrès américain a ainsi adopté fin juillet 2022 la loi « *Chips Act* », qui vise à soutenir la production de semi-conducteurs aux États-Unis. La loi inclut une enveloppe de 52,7 milliards de dollars pour les entreprises qui relocalisent la production de ces composants ou passent des commandes à des fabricants américains. L'entreprise Micron Technology a déjà annoncé investir 40 milliards de dollars dans la fabrication de puces mémoire aux États-Unis d'ici à 2030.

L'Europe veut également relancer les investissements dans l'industrie de pointe, avec pour ambition de représenter 20 % de la production mondiale de semi-conducteurs d'ici à 2030. La Commission européenne a donc promu en juillet 2021 l'Alliance européenne pour les processeurs et les technologies de semi-conducteurs, qui réunit des entreprises, des États membres, des universitaires et des organismes de recherche et de technologie. Elle pourra notamment s'appuyer sur l'expertise d'ASML, premier fabricant mondial de matériel de lithographie destiné à l'industrie des semi-conducteurs, ainsi que d'autres *leaders* européens, tels STMicroelectronics, NXP, Soitec ou Infineon, pour développer un écosystème régional et potentiellement renforcer sa souveraineté numérique.

À l'heure où les agents économiques repensent la mondialisation, certaines entreprises s'orientent déjà vers un modèle économique plus durable, fondé sur des industries locales et des chaînes d'approvisionnement raccourcies, moins consommatrices d'énergie. Ce changement de paradigme serait alors pour les entreprises domestiques une opportunité d'apporter leur expertise à l'édifice.

LES ENTREPRISES DOMESTIQUES SONT-ELLES GAGNANTES ?

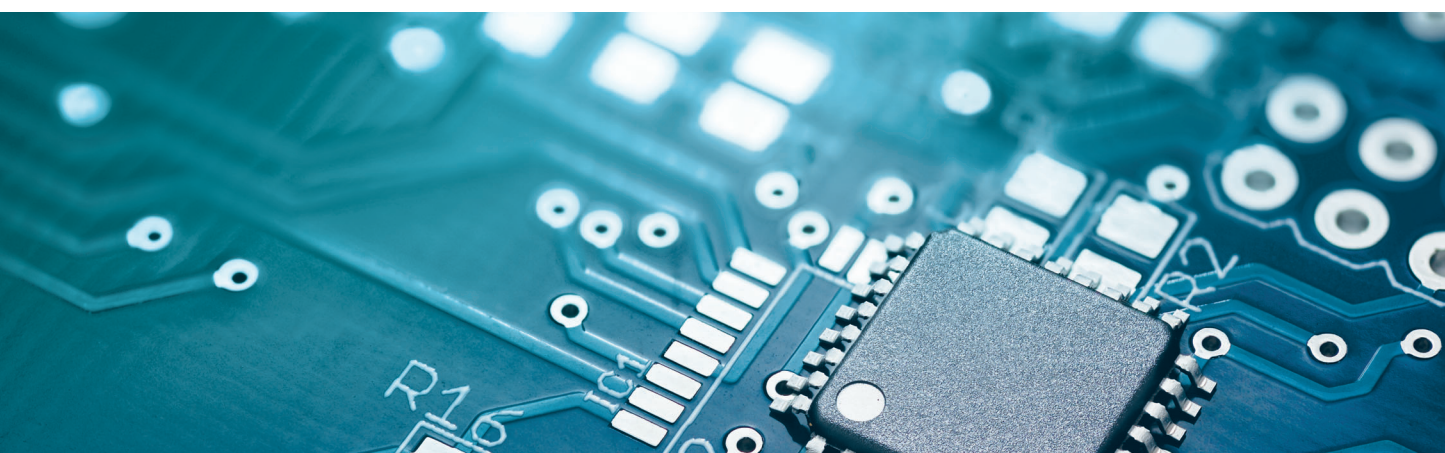
Les entreprises dites domestiques sont plutôt identifiées dans des secteurs tels que l'énergie, les services aux collectivités ou encore l'immobilier. En effet, certaines activités économiques sont intrinsèquement liées au lieu de production : gaz et électricité sont produits et distribués sur le territoire par des entreprises opérant sur des marchés régulés et réglementés (régis par des cadres législatifs nationaux spécifiques). Cet ensemble de valeurs a bénéficié du contexte géopolitique et affiche ainsi une meilleure performance annuelle que les valeurs exposées à l'international, qui ont pâti depuis plusieurs mois du renforcement du dollar. En outre, ces entreprises plus internationales ont souvent aussi une capitalisation plus élevée, avec davantage de valeurs technologiques plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager



Melanie GONTIER
Equity Portfolio Manager



RETOUR DE LA PRIME DE RISQUE SOUVERAINE ET DES DIVERGENCES MONÉTAIRES ?

Après une période caractérisée par des fourchettes de négociation étroites, la volatilité fait son retour sur le marché des changes. La hausse du dollar, les divergences de politiques monétaires, l'intervention sur le marché des changes des Japonais pour soutenir le yen ou de la Banque d'Angleterre pour rassurer les marchés financiers, ainsi que le retour de la prime de risque souveraine, accroissent les tensions.

LA DÉMONDIALISATION ACCROÎT LA VOLATILITÉ DES DEVICES

En 2022, la volatilité a fait un retour remarqué sur le marché des changes. Après une longue période dominée par des politiques monétaires accommodantes et des taux d'intérêt très bas, la situation a vite évolué : crise de la COVID-19, guerre en Ukraine, flambée des prix des matières premières, retour durable de l'inflation...

L'effondrement économique provoqué par la pandémie il y a deux ans et la reprise qui a suivi ont été partagés au niveau mondial. Durant cette période – et même depuis la crise financière de 2008 –, la majorité des banques centrales des pays développés ont adopté des politiques monétaires coordonnées, relativement accommodantes afin de relancer leur croissance. La situation a changé rapidement début 2022 après le virage adopté par la Réserve fédérale américaine (Fed) en vue de juguler une inflation galopante. Il en résulte un renforcement spectaculaire du dollar, dont l'indice a atteint son plus haut niveau en plus de vingt ans.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a créé un choc énergétique qui entraîne un clivage entre les pays importateurs et exportateurs d'énergie :

l'Europe, le Royaume-Uni, le Japon ou la Chine, qui importent de l'énergie, subissent un impact négatif, alors que les États-Unis, qui sont plutôt auto-suffisants en énergie, s'en sortent mieux.

La forte volatilité que nous avons observée fin octobre 2022 (graphique 13) sur les devises s'explique par plusieurs paramètres.

- Le nouveau cycle de divergence entre banques centrales augmente les tensions sur le marché des changes. Le cas du Japon l'illustre bien : le décalage entre les politiques monétaires japonaise et américaine a pesé fortement sur le yen japonais. Cela a poussé les autorités japonaises à intervenir sur le marché des changes afin de soutenir leur devise, qui est en chute libre par rapport au dollar.
- Des inquiétudes sur la stabilité financière au Royaume-Uni en septembre 2022 et la crise de la livre sterling ont conduit la Banque d'Angleterre à intervenir à son tour.
- La force du dollar a créé une sorte d'instabilité qui a poussé d'autres pays, tels l'Inde, le Brésil ou le Chili, à intervenir sur le marché des changes pour réduire la volatilité de leur devise ou la stabiliser.



LA DIVERGENCE
entre banques
centrales
AUGMENTE
LES TENSIONS
sur le marché
des changes

GRAPHIQUE 13 : VOLATILITÉ SUR LE MARCHÉ DES CHANGES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

UN PARALLÈLE AVEC L'ACCORD DU PLAZA

Au début des années 1980, la Réserve fédérale américaine a fortement augmenté les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, ce qui a provoqué un afflux massif de capitaux et une envolée du dollar de plus de 50 % par rapport aux principales devises. En réaction, les banquiers centraux et les ministres des Finances des cinq principales économies - États-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni - ont conclu un accord sans précédent : l'accord du Plaza de septembre 1985, qui stipulait une intervention conjointe sur les marchés des changes afin d'affaiblir le billet vert.

Dans un contexte économique similaire à celui des années 1980, avec une inflation élevée, une flambée du dollar affectant les économies et perturbant les marchés financiers, il n'est pas étonnant que les débats autour d'un nouvel accord du Plaza se multiplient.

Toutefois, nous estimons peu probable qu'une coordination similaire se reproduise dans le monde actuel, notamment avec les tensions entre la Chine et les États-Unis. L'accord du Plaza visait à affaiblir le dollar et, avant d'aboutir, il aura fallu de longues discussions entre grandes puissances. Cet accord fut possible parce que l'économie américaine était en phase de désinflation et que la Fed pouvait se permettre de rebaisser les taux, tandis que l'Arabie Saoudite amorçait un contre-choc pétrolier. À l'inverse, aujourd'hui, un dollar plus faible compromettrait l'objectif de la Fed de lutte contre l'inflation, tandis que l'OPEP poursuit une politique de soutien des prix du pétrole.

GEL DES RÉSERVES : PRÉMISSE À LA DÉDOLLARISATION ?

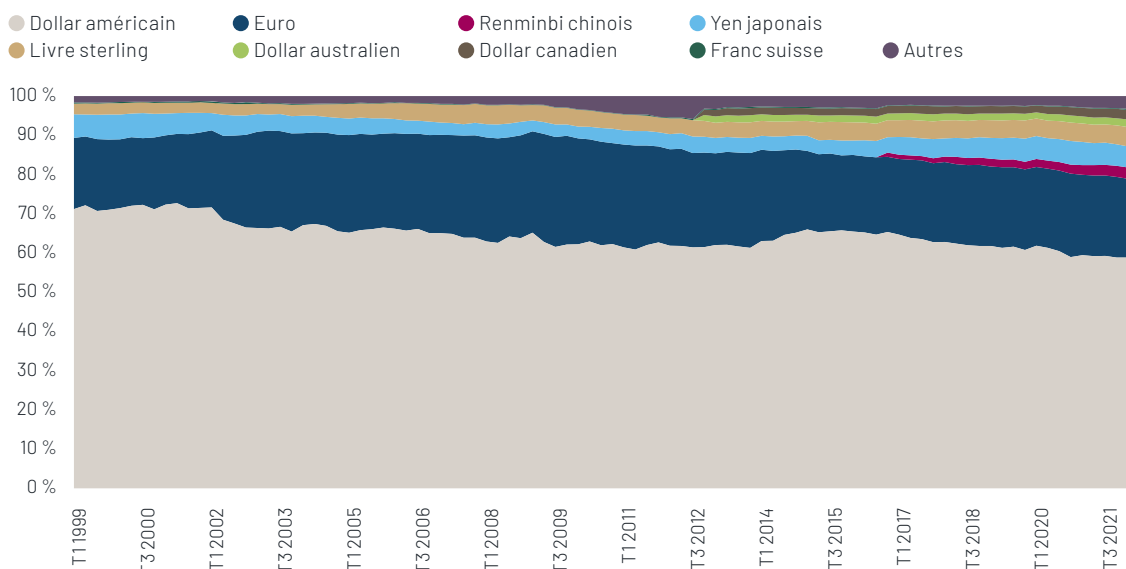
Depuis la Seconde Guerre mondiale et les accords de Bretton Woods en 1944, le dollar américain domine le commerce mondial et les échanges internationaux. Si le billet vert occupe toujours une place prédominante, la dédollarisation n'est pas une notion récente. Un rapport publié par le FMI en mars montre que, même si depuis plusieurs décennies l'économie américaine représente une part décroissante de la production mondiale, le dollar joue toujours un rôle important dans le commerce international. Ainsi, selon la Banque des règlements internationaux (BRI), 88 % des opérations de change portent sur le dollar américain. D'autre part, la diversification des réserves de change allouées des banques centrales a déjà débuté il y a plusieurs années. Depuis le lancement de l'euro en 1999, la part du dollar est passée de 71 à 59 % à mi-2022, au profit d'autres devises - tels le dollar australien, le dollar canadien, le renminbi chinois - ou de l'or (graphique 14).

Avec environ un quart de la population mondiale sous sanctions américaines, il n'est pas surprenant que la dédollarisation s'intensifie dans le monde. Peu après l'invasion de l'Ukraine en février, l'Occident a gelé 300 milliards de dollars de réserves de change de la banque centrale de Russie. Ces sanctions ont fait prendre conscience à d'autres pays émergents du risque qu'il y a à dépendre fortement du dollar et ont suscité des doutes quant au rôle du billet vert comme monnaie de réserve.



Vers un
**NOUVEL
ACCORD
DU PLAZA ?**

GRAPHIQUE 14 : COMPOSITION ACTUELLE DES RÉSERVES OFFICIELLES DE CHANGE DANS LE MONDE, %



Sources : FMI, Indosuez Wealth Management.

Pour la Russie, la dédollarisation avait déjà commencé en 2014, après l'annexion de la Crimée. Les sanctions qui ont suivi ont considérablement restreint la capacité du pays à lever des capitaux sur les marchés financiers, ce qui a contraint la Russie à réduire ses avoirs en dollars afin d'augmenter son exposition aux actifs alternatifs, tel l'or.

Il en a résulté une onde de choc pour les investisseurs internationaux, qui doivent désormais intégrer un filtre de risque pays beaucoup plus important dans leurs choix d'allocation, et ne plus considérer une devise ou les réserves d'une banque centrale comme un actif liquide et mobilisable. Cela a pour effet d'accélérer la tendance préexistante des pays émergents à négocier dans leurs devises sans passer par le dollar, non seulement pour échapper à des sanctions extraterritoriales, mais aussi pour réduire leur dépendance au billet vert et la nécessité de constituer des réserves. C'est notamment le cas de la Chine, qui souhaite dorénavant acheter son pétrole en renminbi auprès de l'Arabie Saoudite.

LE RETOUR DU RISQUE SOUVERAIN VERS L'EUROPE ?

Les phases de hausse des taux américains sont généralement associées à des sorties de capitaux des pays émergents. C'est l'occasion pour les investisseurs de refaire le point sur les fragilités structurelles de certains pays émergents, qui bénéficient des phases d'accélération de la croissance mondiale, mais sont les premiers à souffrir des retraits de capitaux internationaux. La normalisation monétaire a généralement pour effet de placer les banques centrales de certains pays émergents dans un dilemme entre le soutien à la devise, les objectifs économiques nationaux et le maintien de la liberté de circulation des capitaux nécessaire pour accéder aux financements. C'est le célèbre triangle d'incompatibilité de Mundell-Fleming, conceptualisé en 1963. Si l'on ajoute à cette équation le risque de pression gouvernementale sur la banque centrale (comme c'est le cas en Turquie), la situation peut devenir rapidement ingérable ; le marché le comprend et sanctionne la devise face à un risque d'inflation galopante.

Il semble que 2022 marque le retour soudain de ce type de dilemme dans les pays développés, nous rapprochant dans plusieurs cas des crises de change. La livre sterling a ainsi fortement souffert du dilemme de politique monétaire entraîné par la stagflation, que le plan fiscal non soutenable de Liz Truss, ancienne première ministre du Royaume-Uni, a amplifiée ; la sanction du marché a été immédiate et a contribué à la chute du gouvernement en quarante-cinq jours, trente ans après les attaques spéculatives contre les devises fragiles du système monétaire européen (SME).

VERS UN MODÈLE À PLUSIEURS ZONES DEISES ?

La force du dollar est le coupable idéal de la déstabilisation des politiques monétaires et du change. Mais si nous passions d'un modèle dominé par le dollar à un monde multipolaire en termes de devises - ce que suggère clairement la tendance actuelle des échanges (mais pas encore celle des réserves de change) -, ce monde serait-il plus stable pour autant ?

Si la comparaison avec le passé n'a sans doute aucun pouvoir prédictif, elle présente une valeur pédagogique. Le monde de l'entre-deux-guerres était précisément celui d'une coexistence de zones devises (zones dollar, franc suisse et livre sterling), à mi-chemin entre la survie des empires coloniaux et l'essor du dollar, tandis que la perte de la convertibilité-or rendait indispensable cet arrangement. Ce monde était marqué par une forte instabilité, mais celle-ci résultait en réalité de la Grande Dépression et n'était pas nécessairement liée à un modèle monétaire tripolaire.

Revenons au présent. Si nous entrons dans un tel modèle, nous substituerions vraisemblablement un risque à un autre. Le principal risque du nouveau modèle serait le manque de coordination des politiques monétaires, des politiques de réserves moins globales et plus régionales.

La principale conséquence négative serait probablement la fin du « privilège exorbitant du dollar » (Barry Eichengreen), qui entraînerait sans doute une perte de valeur du dollar et un renchérissement du financement des déficits jumeaux.



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Capital Markets Advisory

04 | Macroéconomie

Il s'agit clairement d'un contexte macroéconomique difficile où la croissance du PIB a été réduite sur presque toutes les zones géographiques pour 2023. Malgré ce ralentissement cyclique, l'inflation persiste et reste la priorité des banques centrales. Le rôle de la politique budgétaire dans cet environnement inflationniste est d'aider, et non d'entraver, le travail des banques centrales.

La croissance du PIB mondial sera inférieure à 3 % en 2023, coupant court à la reprise post-pandémie. Les prix des produits de base devraient continuer à se modérer en 2023, tandis que les prix du pétrole devraient rester durablement plus élevés que par le passé, l'OPEP+ renforçant les réductions de l'offre pour maintenir les prix au-dessus de 90 dollars le baril. Le processus de désendettement en Chine et l'incapacité des entreprises japonaises à reporter la hausse des prix feront de ces deux pays des exportateurs mondiaux de déflation en 2023. Dans le reste du monde, alors que la flambée des prix des matières premières de 2022 ralentit en 2023, d'importants effets de base ainsi que l'apaisement des tensions sur la chaîne d'approvisionnement devraient tempérer l'accélération des prix. Cependant, l'inflation devrait rester plus forte plus longtemps, soutenue par une conjonction de facteurs structurels, avec une transition énergétique inévitable, des tensions géopolitiques plus aiguës et une restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales. La transition sera un parcours semé d'embûches, où l'innovation sera essentielle et où définir l'orientation des politiques publiques relèvera de l'art du funambule.

ÉTATS-UNIS : UNE CROISSANCE MÉDIOCRE POUR FREINER L'INFLATION

Malgré deux trimestres de croissance négative du PIB, la croissance américaine de 2022 a été favorisée par des dépenses de consommation personnelle encore résilientes, stimulées par un marché de l'emploi, des cartes de crédit et une épargne favorables. En 2023, ces béquilles seront lentement retirées aux consommateurs américains. Le secteur de l'immobilier - indicateur avancé du cycle économique américain - commence à ressentir le plein effet des hausses de taux d'intérêt de la Fed, les taux hypothécaires approchant les 7 % en octobre 2022.

Les ventes de logements ont ainsi baissé de 20 % en glissement annuel (GA), ce qui continuera de peser sur les prix de l'immobilier en 2023.

Il est encourageant de constater que l'inflation a commencé à atteindre un pic au troisième trimestre 2022, mais certaines composantes cœur (hors prix des denrées alimentaires et de l'énergie) continuent néanmoins à augmenter. Par exemple, alors que les prix de l'immobilier ont entamé une décélération en juillet 2022, leur plein impact sur la composante prix du logement de l'inflation est décalé de plus d'un an. Les prix des loyers des maisons ont continué de grimper : les ménages américains sont poussés hors du marché de l'achat de maisons, ce qui se traduit par une hausse de la demande pour la location. En parallèle, les signes de faiblesse du marché de l'emploi américain montrent que ce dernier sera très probablement le prochain domino à tomber, avec une inversion de la tendance sur les offres d'emploi qui se traduira par une augmentation du taux de chômage au printemps 2023.

L'économie américaine se dirige donc vers une croissance inférieure au potentiel (moins de 1 % en 2023), avec une possible contraction de la croissance au second semestre de 2023. Cela devrait contribuer à modérer l'inflation ainsi qu'à poursuivre le désengorgement des goulets d'étranglement de l'offre. En définitive, le facteur clé à surveiller sera la capacité de la Fed à maîtriser les anticipations d'inflation des consommateurs - qui tendent à être plus rétrospectives que les anticipations des marchés financiers. Enfin, sur le plan budgétaire, même si la loi sur la réduction de l'inflation de 2022 du président Biden ne devrait pas porter un coup à l'inflation, l'augmentation de la dette publique et la probable division du gouvernement l'année prochaine devraient conduire à l'adoption d'une politique budgétaire plus restrictive en 2023.

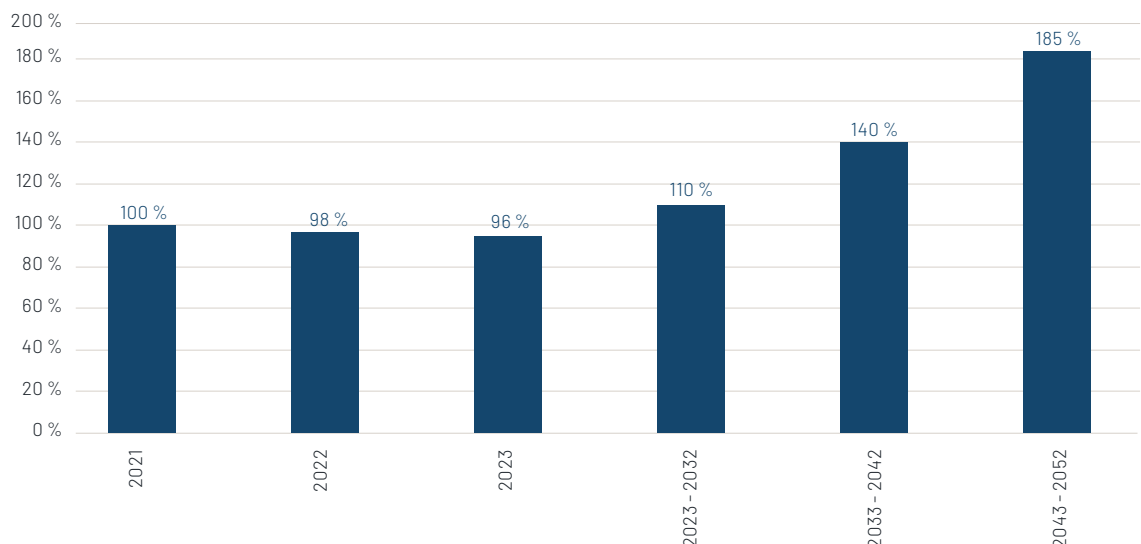
Selon une projection du Congressional Budget Office¹² (CBO) - organisme non partisan -, si les politiques restaient inchangées, le ratio dette/PIB américain atteindrait 175 % en 2050 (graphique 15).

EUROPE : CONVERTIR L'INFLATION EN DETTE PUBLIQUE

L'inflation en Europe est désormais supérieure à celle des États-Unis, et l'inflation de base (hors prix des denrées alimentaires et de l'énergie) continue de progresser. La flambée des prix à la production dans la zone euro (quatre fois plus élevés qu'aux États-Unis) place les entreprises dans une situation de désavantage concurrentiel réel, qui n'est que légèrement atténuée par la faiblesse de l'euro par rapport au dollar. L'impact sur la production industrielle met du temps à se manifester, du fait de la reprise post-pandémie et de la demande latente dans l'industrie automobile. Cependant, le choc se propage dans l'économie sous la forme d'une baisse des commandes, d'un effondrement de la confiance des entreprises et des consommateurs, et d'un recul des ventes au détail. Dans le secteur des services, l'incidence d'une inflation élevée sur la consommation privée réduira encore le pouvoir d'achat en 2023.

La BCE prévoit désormais une inflation de 5,5 % en 2023, contre 3,5 % dans ses projections de juin 2022. Les prévisions de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et du FMI à l'automne 2022 sont encore plus élevées, à environ 6 %. La légère récession attendue en 2023 (tableau 2, page 37) s'accompagne d'un degré d'incertitude inhabituel, car les risques pour le scénario d'inflation/croissance dépendent fortement de l'évolution des mesures budgétaires et des prix de l'énergie. D'une part, des effets de second tour sur les salaires pourraient amplifier l'impact des prix de l'énergie et entraîner un resserrement des conditions financières (les conditions monétaires restent relativement accommodantes), ce qui pèserait davantage sur la croissance. D'autre part, les récentes tendances à la baisse des prix des matières premières et les mesures prises par la Commission européenne pour plafonner les prix de gros du gaz et de l'électricité pourraient entraîner une décélération plus rapide de l'inflation. En outre, la consommation privée pourrait se révéler plus résistante à la hausse des prix si les ménages utilisent davantage leur haut niveau actuel d'épargne de précaution.

GRAPHIQUE 15 : TRAJECTOIRE DE LA DETTE PUBLIQUE AMÉRICAINE, % DU PIB



Sources : Bureau du budget du Congrès, Indosuez Wealth Management.

12 - Bureau du budget du Congrès des États-Unis.



TABLEAU 2 : PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION, %

	Croissance du PIB réel, moyennes annuelles			Inflation, moyennes annuelles		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PAYS DÉVELOPPÉS	2,6 %	0,3 %	1,0 %	7,6 %	5,1 %	2,5 %
États-Unis	1,9 %	0,8 %	0,6 %	8,1 %	4,1 %	2,3 %
Japon	1,6 %	0,5 %	1,2 %	2,3 %	1,3 %	0,4 %
Royaume-Uni	4,4 %	-0,6 %	1,1 %	9,1 %	7,7 %	3,8 %
Zone euro	3,2 %	-0,7 %	1,1 %	8,7 %	7,5 %	3,2 %
Allemagne	1,7 %	-0,7 %	1,0 %	9,0 %	7,6 %	3,1 %
France	2,5 %	0,0 %	1,0 %	6,1 %	5,3 %	3,0 %
Italie	3,7 %	-0,4 %	0,8 %	8,9 %	8,1 %	3,2 %
Espagne	4,5 %	0,3 %	1,3 %	8,6 %	4,3 %	3,4 %
PAYS ÉMERGENTS	4,0 %	3,5 %	3,9 %	8,8 %	6,9 %	4,8 %
Chine	3,2 %	4,5 %	4,3 %	2,1 %	2,2 %	2,1 %
Brésil	3,1 %	0,9 %	1,6 %	9,3 %	4,3 %	4,1 %
Mexique	2,6 %	0,7 %	0,6 %	8,0 %	5,8 %	4,2 %
Russie	-3,3 %	-1,5 %	2,0 %	13,9 %	7,5 %	4,5 %
Inde	7,3 %	5,6 %	6,0 %	6,9 %	6,3 %	6,0 %
Indonésie	5,3 %	4,8 %	4,7 %	4,3 %	5,0 %	4,1 %
Afrique du Sud	1,7 %	1,2 %	1,5 %	6,8 %	5,6 %	4,8 %
Turquie	5,3 %	3,1 %	4,4 %	73,1 %	53,7 %	24,1 %
MONDE	3,4 %	2,2 %	2,7 %	8,3 %	6,2 %	3,9 %

Sources : Prévisions Amundi, novembre 2022, Indosuez Wealth Management.



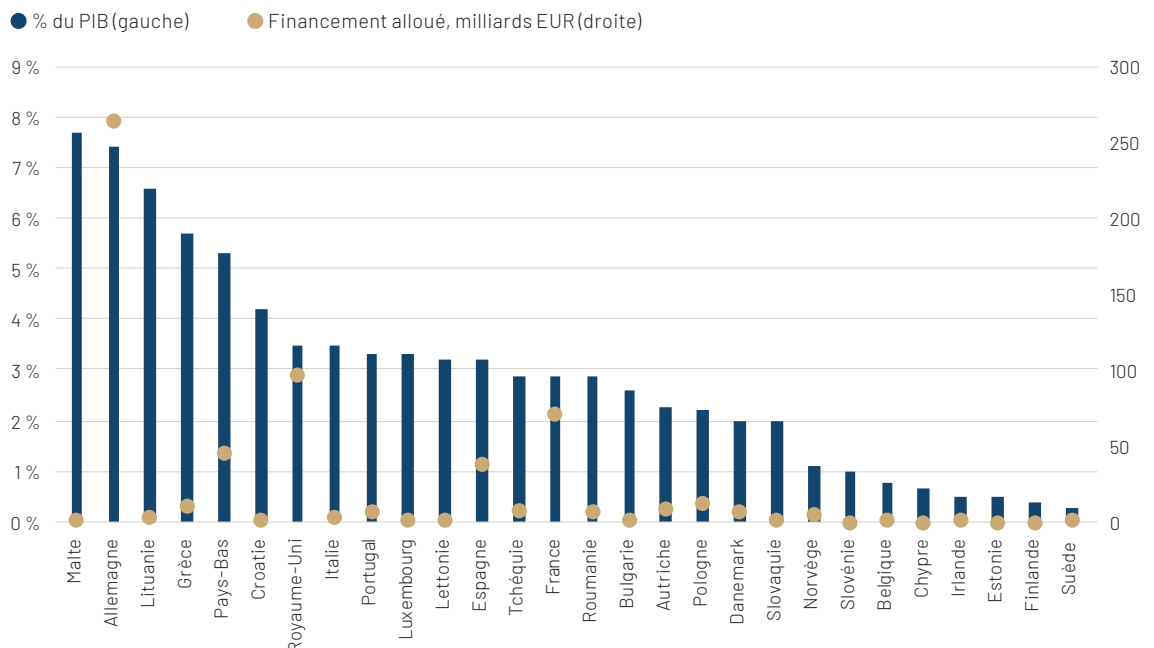
DES RÉPONSES
POLITIQUES
INÉGALES
en Europe

La coordination des politiques est également un facteur de risque important pour la zone en 2023. Comme l'a souligné l'expérience budgétaire britannique à l'automne 2022, les boucliers gouvernementaux peuvent compromettre les actions des banques centrales pour lutter contre l'inflation et la viabilité des ratios de dette publique - un thème clé possible pour 2023. Dans cette optique, le nouveau bouclier fiscal allemand était une initiative audacieuse : un paquet de 200 milliards d'euros (5 % du PIB). L'ampleur de l'enveloppe allemande met en évidence l'inégalité des réponses politiques auxquelles nous pouvons nous attendre entre les États membres les plus riches et les plus endettés (graphique 16), même si l'Allemagne sera parmi les États membres les plus durement touchés cet hiver. La zone euro s'engage dans une longue bataille, les risques pour la sécurité de l'approvisionnement énergétique étant désormais plus élevés pour l'hiver 2023-2024 que pour 2022-2023. Enfin, la dépendance à l'égard de l'approvisionnement en gaz naturel liquéfié (GNL) des États-Unis (50 % des importations totales de GNL au premier trimestre) constituera un enjeu politique majeur pour l'UE à l'approche de l'élection présidentielle américaine de 2024.

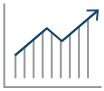
MARCHÉS ÉMERGENTS :
DES VENTS CONTRAIRES EN ASIE
CONTRE LES EFFORTS DE LA RÉGION LATAM

En Chine, les forces déflationnistes sont à l'œuvre. Le processus de désendettement - provoqué par l'endettement élevé des entreprises et le ralentissement du marché immobilier - est en cours et complique encore la capacité des politiques fiscales et monétaires accommodantes à accroître la consommation privée. Les consommateurs chinois se concentrent en effet sur le désendettement et l'augmentation de l'épargne de précaution, alors que la croissance des salaires et la demande sont comprimées. Les mesures ciblées visant à rassurer les ménages sur le marché immobilier n'ont pas encore porté leurs fruits. Les risques sont orientés à la baisse à moyen terme, même si une certaine libération de la demande refoulée est attendue si la politique de réouverture devait être accélérée.

GRAPHIQUE 16 : BOUCLERS ÉNERGÉTIQUES POUR LES MÉNAGES ET LES ENTREPRISES EN EUROPE



Sources : Bruegel, Commission européenne, Indosuez Wealth Management.



LA CROISSANCE
CHINOISE
basée sur le crédit
appartient
AU PASSÉ

Le gouvernement cherchant à éviter le réendettement des entreprises et à réduire la part de l'immobilier dans l'économie (estimée aujourd'hui à 25 % du PIB chinois), les mesures gouvernementales destinées à stimuler la croissance par le crédit appartiennent pour la plupart au passé. Cela tombe mal, car la reprise tirée par les exportations sera également modérée, compte tenu du ralentissement attendu aux États-Unis et en Europe. Le ralentissement en Chine n'est pas une bonne nouvelle pour la région. Ainsi pour le Japon, où les exportations chinoises représentent plus de 20 % du commerce total de marchandises et où le moteur de la demande intérieure est ralenti par une forte inflation des importations.

La période actuelle est en effet plus sûre pour les marchés émergents davantage autosuffisants et orientés vers la demande intérieure. C'est le cas de l'Inde, mais aussi du Brésil. Les pays d'Amérique latine bénéficieront également d'une meilleure gestion de leur politique monétaire en 2022 (la Banque centrale du Brésil a été l'une des premières à remonter ses taux pour faire face à l'inflation), ce qui pourrait leur permettre de relâcher la pression sur les taux d'intérêt en 2023, lorsque l'activité ralentira après un afflux de croissance dû à la hausse du prix des matières premières en 2022.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

05 |

Allocation :
scénario 2023

Plusieurs des tendances qui viennent d'être décrites sont de nature à impacter le cadre d'investissement pour 2023 et les années suivantes :

- Un cadre géopolitique durablement transformé par le conflit en Ukraine, qui tend à accélérer la reconfiguration des lignes de partage du monde.
- Une progression des échanges qui devrait rester plus faible que lors des décennies précédentes.
- Un renchérissement continu des coûts de production et de transport/logistique.
- Une tendance à la régionalisation des chaînes de production.
- Le maintien de très fortes interdépendances internationales sur le plan technologique et énergétique.
- Une recherche d'autonomie stratégique et de transition des mix énergétiques en Europe, qui n'efface pas le passage à court terme d'une dépendance à l'autre, ni le besoin à long terme de recourir à un ensemble de matières premières importées nécessaires à l'électrification des véhicules.
- Une forme de basculement du thème de la croissance globale fondée sur un modèle tiré par la consommation de biens produits à bas coût dans les pays émergents vers un modèle caractérisé par un besoin d'investissement très important dans les infrastructures et les ressources stratégiques.

Au-delà de la démondialisation ici évoquée, il importe de rappeler des éléments clés des perspectives économiques et financières pour l'année à venir :

- Une croissance globale très faible, et une récession probable en zone euro et au Royaume-Uni.
- Une inflation en baisse par rapport à 2022, mais persistante et encore supérieure aux objectifs des banques centrales.
- Des politiques économiques largement non synchronisées qui reflètent les divergences entre pays.
- Des taux d'intérêt nominaux et réels plus élevés qu'en 2022, donc moins favorables aux marchés.

- Une tension croissante sur la soutenabilité des politiques fiscales des États dans un contexte de moindre soutien monétaire de la dette publique.
- Des marges d'entreprises logiquement en baisse dans ce contexte, avec notamment une possible contraction des profits de 5 à 10 % en Europe.
- Des taux de défaut en hausse sur les obligations à haut rendement, mais sans retrouver les niveaux de la récession de 2008-2009.

IMPLICATIONS SUR L'ALLOCATION ENTRE CLASSES D'ACTIFS

Un tel cadre d'investissement semble à première vue conduire à formuler une approche prudente sur les actions. Pour autant, après la correction significative connue en 2022 - qui traduit largement la remontée des taux, mais aussi le ternissement des perspectives de résultat -, nous pensons que les investisseurs devraient retrouver dans les prochaines années l'attrait fondamental des actions à long terme : la génération de rendement et de retours à l'actionnaire. En effet, la correction des multiples de valorisation a déjà été sévère sur l'Europe et la Chine, plus modérée sur les États-Unis, certes caractérisés par une plus grande résilience économique. Cette correction est vraisemblablement arrivée à son terme à l'heure où nous écrivons ce *Global Outlook*, mais un point bas devrait donc être trouvé au cours de l'année 2023. Par ailleurs, le moment où les banques centrales signaleront une inversion à venir de leur politique monétaire constituera probablement le signal de redémarrage des valeurs de croissance. D'ici là, le style rendement/qualité devrait être privilégié.

L'année 2023 devrait aussi marquer le retour en force des obligations d'entreprises. De façon paradoxale, le paysage reste extraordinairement complexe pour les investisseurs dans le monde obligataire : avec des banques centrales qui n'en finissent pas de monter les taux (le point d'arrivée demeure très incertain), la volatilité est à ce jour extrême sur les obligations d'État, et cette volatilité pourrait perdurer en 2023 si les investisseurs commencent à s'inquiéter de la soutenabilité de la dette publique.

Du côté des entreprises, le contexte de fort ralentissement (et de récession dans certaines zones) devrait entraîner une hausse des défauts, tandis que l'élévation des taux et la réduction du bilan des banques centrales assèchent la liquidité des marchés. Cette équation a conduit à un fort écartement des primes de risque des obligations d'entreprises, y compris celles de bonne qualité, et le cadre est donc très propice à la reconstitution de portefeuilles obligataires de qualité de trois à cinq ans portés à maturité dont le rendement dépasse largement l'inflation anticipée des cinq prochaines années. C'est tout simplement le meilleur point d'entrée depuis dix ans.

La fin des taux négatifs renforce l'attractivité des placements monétaires ou obligataires à très court terme ; à l'inverse, l'ensemble des placements qui avaient constitué une alternative aux taux nuls ou négatifs (notamment les fonds alternatifs liquides de risque modéré et utilisant un levier important dans le cadre de leurs positions d'arbitrage) pourraient connaître une désaffection des investisseurs.

Enfin, la forte volatilité générale des actifs offre des opportunités intéressantes sur les stratégies optionnelles et les produits structurés.

IMPLICATIONS SUR LES ALLOCATIONS GÉOGRAPHIQUES

Ces tendances conduisent à plusieurs inflexions dans le scénario d'investissement en termes géographiques :

- Une fragilisation du modèle industriel de pays et d'entreprises reposant trop sur les importations/réexportations et sur un modèle énergétique ébranlé par ce nouveau cadre géopolitique, à l'exemple de l'Allemagne.
- Une prime de risque économique/géopolitique qui devrait rester élevée en Chine, dont les valorisations sont très attractives, mais qui n'est peut-être plus investissable pour certains institutionnels aux États-Unis.
- Une plus grande fragilité des pays, secteurs et modèles économiques soutenus par la politique des taux bas des dix dernières années, et désormais plus vulnérables, de l'immobilier.
- Un risque pays qui devrait rester élevé et une prime de risque à intégrer sur de nouveaux risques de conflit.

- Une force du dollar qui pourrait a) pénaliser certains pays émergents (entre inflation importée pour les uns et durcissement forcé de la politique monétaire pour les pays aux devises ancrées au dollar), b) affecter les exportateurs américains, et c) soutenir les résultats de multinationales issues d'Europe ou des pays émergents dont les revenus sont en dollars.

IMPLICATIONS SUR LES CHOIX SECTORIELS ACTIONS

En termes sectoriels et thématiques, ce cadre peut également amener à réévaluer nos préférences :

- Tout en confirmant notre ancrage sur les valeurs de qualité et de rendement, et en augmentant notre intérêt à court terme pour les exportateurs européens, ce contexte structurel devrait à terme conduire à privilégier davantage les valeurs domestiques, et notamment celles exposées aux problématiques d'investissement évoquées plus haut (autonomie stratégique, énergies renouvelables, infrastructures).
- Si la réinternalisation/réindustrialisation risque de susciter beaucoup de faux espoirs, le thème de la robotisation reste en revanche un bon thème d'investissement : pour les entreprises industrielles, c'est la condition pour à la fois dégager des gains de productivité face à l'inflation des coûts et relocaliser une partie de la production.
- L'incertitude du cadre géopolitique devrait demeurer un facteur de soutien à la thématique sécurité et défense.
- Ces thématiques pourraient receler davantage d'intérêt que les valeurs du thème consommation globale.

L'IMMOBILIER : VALEUR REFUGE CONTRE L'INFLATION ET LA GÉOPOLITIQUE, OU FIN DE CYCLE ?

L'immobilier constitue une bonne protection à très long terme contre l'inflation, en raison de la capacité d'indexation des loyers. Pour autant, c'est moins vrai en phase de remontée de taux, et en phase de fort ralentissement économique qui se traduit par une demande moins solvable dans l'immobilier résidentiel et une polarisation de la demande locative vers les meilleurs actifs dans l'immobilier commercial ou l'immobilier de bureau.

Sur le plan des investisseurs, les institutionnels comme les assureurs qui avaient délaissé les dettes publiques au profit de l'immobilier (et des dettes d'entreprises) pourraient désormais se montrer plus prudents. La très forte progression des prix dans les deux dernières années (avec une conjonction de facteurs positifs entre pénurie d'offre, reprise économique et faiblesse des taux) commence à s'inverser depuis l'été 2022. L'ampleur de la remontée des taux d'emprunt (taux hypothécaires à trente ans à 7 % aux États-Unis) dégrade mécaniquement la solvabilité des acheteurs et inquiète les économistes professionnels du secteur, qui craignent une correction.

Ce cadre moins favorable peut être nuancé dans les segments de marché qui affichent une pénurie d'offre et restent très recherchés (immobilier résidentiel, notamment *premium/luxe* ; bureaux de centre-ville avec des caractéristiques environnementales dans les métropoles internationales), et qui échappent à l'effet négatif sur la demande. Par ailleurs, en dépit des débats sur la démondialisation et l'impact écologique du commerce en ligne, l'intérêt pour la logistique devrait demeurer important, soutenant une hausse des loyers. Enfin, et paradoxalement, une phase de ralentissement se traduisant par un ralentissement de la production de logements et de bureaux, cela conduit à des périodes de tension en sortie de crise, à l'exception des marchés comme la Chine où l'offre reste excédentaire et le secteur en restructuration.

Une fois que la phase de taux élevés et de ralentissement aura été digérée et que l'ajustement des prix aura été réalisé, le marché immobilier devrait retrouver plus d'attrait pour les investisseurs, notamment pour ceux qui sont peu contraints par le renchérissement des conditions de financement.

ACTIONS NON COTÉES : UN REFLET DES TENDANCES GLOBALES

Les actions non cotées ont connu un engouement exceptionnel au cours des dernières années, traduisant une conjonction de facteurs très favorables : une démocratisation/banalisation de la classe d'actifs et un accès au financement permettant une croissance très forte de la taille des fonds ; des performances très positives ces dernières années, donnant le sentiment aux investisseurs de pouvoir échapper aux difficultés rencontrées sur les marchés actions. Pour autant, à moyen terme, à secteur comparable, les valorisations des transactions dans le non-coté finissent

toujours par s'ajuster, *modulo* la prime de contrôle qui élève les multiples de valorisation des opérations de fusions et acquisitions.

Ce sont donc les multiples de sortie concernant les entreprises achetées au cours des dernières années qui pourraient réduire le retour sur investissement en comparaison avec les niveaux records des dernières années, tout en restant supérieurs aux retours à moyen terme dans le monde des actions cotées.

In fine, les actifs non cotés resteront le révélateur des tendances observées par ailleurs :

- Une possible volatilité à venir sur les valorisations Private Markets, au-delà de celles déjà factorisées dans le LBO¹³ large caps et le venture Capital, quand bien même les indicateurs opérationnels restent solides en 2022, mais une dégradation opérationnelle plutôt visible sur les marges pour l'exercice 2023.
- Le retour du rendement accroissant les retours procurés sur les dettes privées ou les infrastructures, par exemple.
- Une baisse des valorisations actions des transactions en cours et à venir, qui augurent très positivement des retours sur fonds propres des fonds actuellement en phase de levée ou d'investissement : le marché est en train de redevenir très favorable aux investisseurs.
- Une dynamique qui devrait rester très forte dans le marché secondaire, qui devrait être portée par plusieurs facteurs, entre une sur-allocation possible d'investisseurs institutionnels ces dernières années, et dont l'allocation se retrouve affectée par la baisse de la partie cotée du portefeuille, et un besoin de liquidité du marché face à des sorties qui pourraient être ralenties.
- Un poids probablement plus important des investissements dans les filières stratégiques et les secteurs de la transition énergétique (des infrastructures aux technologies innovantes, en passant par les filières industrielles de recyclage), après des années où les fonds se sont concentrés sur la technologie, la santé et la consommation. Avec un avantage de taille par rapport au marché coté : un accès à davantage d'acteurs de niche et d'acteurs domestiques par rapport à des groupes globalisés.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

13 - Leveraged buyout, en français rachat à effet de levier.

06



Présence
internationale



NOTRE HISTOIRE

Depuis plus de 145 ans, nous conseillons des entrepreneurs et des familles du monde entier, leur offrant notre soutien à travers des conseils financiers experts et un service personnalisé d'exception. À ce jour, nous continuons de proposer à chaque client un service sur mesure, en l'aidant à bâtir, protéger et transmettre son patrimoine.

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

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

ASIE PACIFIQUE

HONG KONG RAS

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NOUMÉA

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

SINGAPOUR

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

EUROPE

BRUXELLES

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

GENÈVE

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

LUXEMBOURG

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

MADRID

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

MILAN

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

MONACO

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

PARIS

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

MOYEN-ORIENT

ABU DHABI

Zayed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 5th Floor office 504,
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
T. +971 4 350 60 00

07 |

Glossaire



ACEUM : Accord Canada-États-Unis-Mexique.

ALENA : Accord de libre-échange nord-américain, devenu ACEUM.

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

Blockchain : Technologie de stockage et de transmission d'informations, prenant la forme d'une base de données qui a la particularité d'être partagée simultanément avec tous ses utilisateurs et qui ne dépend généralement d'aucun organe central.

BLS : Bureau américain des statistiques de l'emploi (Bureau of Labor Statistics).

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

CBO (Congressional Budget Office) : Bureau du budget du Congrès des États-Unis.

Déflation : La déflation est l'opposé de l'inflation. À l'inverse de cette dernière, elle se caractérise en effet par une baisse durable et auto-entretenu du niveau général des prix.

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

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

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

Économie d'échelle : Baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production.

ESG : Système de notation extra-financière des entreprises sur les piliers Environnement, Social et Gouvernance qui permet d'évaluer la soutenabilité et l'impact éthique d'un investissement dans une société.

Fed : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis. FMI : le Fonds monétaire international.

FMI : Fonds Monétaire International.

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

Friendshoring : Terme utilisé par la secrétaire au Trésor américaine, Janet Yellen, signifiant un engagement à travailler avec (ou se délocaliser vers) des pays qui adhèrent fermement à un ensemble de normes et de valeurs sur la façon d'opérer dans l'économie mondiale et de gérer le système économique mondial.

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

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

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

ISR : Investissement socialement responsable.

Mercosur : Alliance commerciale stratégique entre divers pays de l'Amérique du Sud (Argentine, Brésil, Paraguay, Uruguay).

Métavers : Un métavers (de l'anglais *metaverse*, contraction de *meta universe*, c'est-à-dire méta-univers) est un monde virtuel fictif. Le terme est régulièrement utilisé pour décrire une future version d'Internet où des espaces virtuels, persistants et partagés sont accessibles via interaction 3D.

Nearshoring (régionalisation) : Décrit par l'OCDE comme la décision de relocaliser des activités précédemment délocalisées.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

Point mort d'inflation (ou « inflation breakeven » en anglais) : Niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation (de maturité et de qualité identiques). En d'autres termes, c'est le niveau d'inflation pour lequel un investisseur est indifférent entre la détention d'une obligation nominale ou d'une obligation indexée sur l'inflation. Il représente ainsi les anticipations d'inflation sur une zone géographique pour une certaine maturité.

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

Pricing power : Expression anglo-saxonne désignant la capacité d'une entreprise ou d'une marque à augmenter ses prix, sans que cela n'affecte la demande pour ses produits.

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

RCEP, Regional Comprehensive Economic Partnership : Partenariat économique global régional, accord de libre-échange entre quinze pays autour de l'océan Pacifique : Brunei, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaisie, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande, Vietnam, Australie, Chine, Japon, Corée, Nouvelle-Zélande.

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

Soft power : (traduisible en français par la « manière douce » ou le « pouvoir de convaincre ») est un concept utilisé en relations internationales.

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

Stagnation séculaire : La stagnation séculaire fait référence à une période prolongée de faible croissance ou de non-croissance économique.

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

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales ou entités apparentées, à savoir CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, leurs propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres entités de Indosuez Wealth Management sont désignés individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;

- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;

- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;

- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;

- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;

- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;

- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;

- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;

- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 31.10.2022.

