

# GLOBAL OUTLOOK 2020

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – S2 2020

DOCUMENT MARKETING

## POLICY-MIX POST COVID-19 : VERS UN CHANGEMENT DE RÉGIME ?



### FOCUS

DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES AMBITIEUSES

### PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

UNE REPRISE PROGRESSIVE

# SOMMAIRE

---

## 4 MESSAGES CLÉS

VERS UN CHANGEMENT DE RÉGIME ?

---

## 7 FOCUS

- 7 SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19
- 10 ENJEUX DE COORDINATION ET DE GOUVERNANCE DU POLICY-MIX
- 12 POLICY-MIX DANS LA ZONE EURO
- 14 CARACTÉRISTIQUES DU MONDE DE L'APRÈS COVID-19

---

## 17 PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

- 17 L'ÉCONOMIE MONDIALE EN CRISE
- 20 LES ÉTATS-UNIS À L'AUBE D'UNE ÉLECTION CRUCIALE
- 24 CHINE, RÉGION ASIE-PACIFIQUE
- 27 ZONE EURO
- 28 AMÉRIQUE LATINE
- 30 MOYEN-ORIENT

---

## 33 IMPACT DU POLICY-MIX SUR LES CLASSES D'ACTIFS

- 33 MARCHÉS OBLIGATAIRES
- 34 MARCHÉS ACTIONS
- 35 MARCHÉS DES CHANGES
- 36 IMMOBILIER
- 37 PRIVATE EQUITY, ASSURANCE VIE

---

## 39 TABLEAUX DE PERFORMANCES

---

## 40 NOS SPÉCIALISTES INTERNATIONAUX

---

## 41 PRÉSENCE INTERNATIONALE

---

## 42 GLOSSAIRE

# MESSAGES CLÉS

---



VINCENT MANUEL  
Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## VERS UN CHANGEMENT DE RÉGIME ?

« *Ceux qui ne peuvent se souvenir du passé sont condamnés à le répéter* » George Santayana

Les manuels d'histoire économique de ce nouveau siècle retiendront peut-être 2020 comme une date charnière, non seulement en raison des conséquences économiques dévastatrices d'une pandémie qui met fin à une décennie de croissance, mais aussi en raison du nouveau régime économique en train de germer.

En effet, la réponse sans précédent apportée par les gouvernements et les banques centrales à la crise de la COVID-19 marque une rupture par rapport au régime de *policy-mix* que nous avons connu au cours des dernières décennies. Dans cette terra incognita, les comparaisons foisonnent, et on peut trouver des points de similitude tant avec les années 30 (le New Deal), l'après-guerre (généralisation de l'État Providence) qu'avec les années 70. Pour autant, certains éléments avaient commencé à évoluer au cours des dernières années.

En zone euro, la doctrine de la rigueur avait déjà laissé place à une Commission européenne plus encline à accepter de l'expansion budgétaire face au risque populiste et aux tensions sociales, dès lors qu'elle s'accompagnait de réformes structurelles. Les économistes du Fonds Monétaire International (FMI) avaient reconnu dès 2013 avoir sous-estimé l'effet récessif des politiques d'austérité. Plus récemment, la stratégie économique d'Emmanuel Macron de 2017 marquait elle aussi une rupture par rapport aux deux quinquennats précédents, avec une politique économique davantage centrée sur les réformes visant à dynamiser la croissance que sur des coupes budgétaires classiques.

Le *policy-mix* avait aussi déjà évolué aux États-Unis, où l'on peut parler d'une accélération de l'interventionnisme monétaire et fiscal davantage que de rupture ; l'administration Trump n'a jamais été partisane de la rigueur budgétaire et la Réserve fédérale a initié un changement de régime depuis le premier assouplissement quantitatif de 2008, qui marque l'entrée dans la monétisation des dettes.

Par ailleurs, la montée des inégalités était devenue un sujet de préoccupation admis jusqu'à Davos et Stockholm, comme en atteste également le nombre de prix Nobel décernés aux économistes issus de ce courant de pensée, après des décennies de domination de l'école néo-classique. Or, « que démontre l'histoire de la pensée si ce n'est que la production intellectuelle se transforme avec la production matérielle ? » écrivait Marx.

Enfin, la « mondialisation heureuse » faisait l'objet de contestations croissantes au regard des déséquilibres climatiques et sociaux qu'elle contribue à accélérer, et l'urgence de la lutte contre le réchauffement climatique inspirait déjà des réflexions sur la nécessité d'un « Green QE » monétaire ou d'un « Green New Deal » fiscal.

Mais la crise de la COVID-19, par l'ampleur du choc qu'elle génère, par l'importance de la réponse qu'elle implique et par les conséquences durables qui affectent nos trajectoires d'endettement, constitue probablement le catalyseur d'un changement de régime, désormais davantage assumé, explicité et revendiqué. Là aussi, la comparaison avec les pires récessions

du dernier siècle a inspiré aux gouvernements des actions sans précédent par leur ampleur et parfois aussi par leur nouveauté. Il y a toutefois un paradoxe dans cette nouveauté qui nous ramène vers un régime de politique économique et un système de pensée plus proche de celui de la seconde moitié du XX<sup>e</sup> siècle, du moins sur le plan budgétaire.

## INTERVENTIONNISME COORDONNÉ

Cette rupture est surtout visible au niveau de la croissance des déficits et de l'élévation de la dette qui s'en suit, qui révèle un interventionnisme très fort des États, les éloignant davantage des règles d'or fiscales et témoignant autant d'un pragmatisme important face à une situation très dégradée que d'un nouveau consensus idéologique. Ceci pose inévitablement la question de la soutenabilité des dettes. L'équation financière des gouvernements post-confinement interroge à nouveau la coordination du *policy-mix*, avec des banques centrales dont la fonction est de manière croissante de monétiser les dettes et de garder des taux suffisamment bas pour les rendre soutenables. L'implicite est devenu explicite, en somme, et l'extension progressive du domaine d'intervention de la Banque centrale européenne (BCE) – loin de la vision initiale de l'institution monétaire communautaire forgée sur le modèle de la Bundesbank – est en partie sans doute ce qui dérange la Cour Constitutionnelle allemande. Dire et répéter « *whatever it takes* » revient à assumer d'outrepasser le principe de proportionnalité des décisions aux objectifs.

## L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES EN QUESTION

Au-delà du cas de la BCE, c'est bien de l'indépendance des banques centrales dont il question dès lors que les frontières s'effacent entre politiques budgétaires et monétaires. Nous ne reviendrons probablement pas au régime des banques centrales des années 60, et le pouvoir de celles-ci est devenu trop important pour considérer qu'elles sont soumises au pouvoir politique. Mais c'est bien une nouvelle relation qui s'instaure et qui trouve ses racines dans le premier assouplissement quantitatif en 2008. Ce qui caractérise cette nouvelle alliance entre politique budgétaire et monétaire, c'est une interdépendance très forte et une étroite coordination, avec de manière répétée des injonctions croisées à agir davantage. C'est *in fine* une ligne de crête pour les banquiers centraux, qui devront régler leur juste distance avec les gouvernements : préserver leur crédibilité, qui implique de garder une politique autonome fondée sur des règles, et maintenir la confiance envers la dette publique, ce qui suppose une pérennité de la monétisation des déficits.

## RÉPARTITION DE L'EFFORT

La question qui sera aussi posée sera celle de la répartition de l'effort fiscal. Passé cette forte élévation des déficits liés à la lutte des gouvernements contre les effets du confinement qu'ils ont eux-mêmes décidé, il est possible qu'ils n'engagent pas le même type d'ajustement des dépenses qu'il y a 10 ans, en raison de leur impact sur la croissance et de leur coût politique et social. La réponse devrait probablement impliquer en partie une augmentation de la fiscalité au sein des grandes économies.

La répartition de l'effort dépasse la question fiscale et repose également sur celle du partage de la valeur ajoutée. Sans que l'on revienne à la régulation sociale et l'indexation salaires/prix des années 70, un partage des gains de productivité plus équilibré pourrait laisser entrevoir une croissance davantage auto-entretenu, et un couple consommation/investissement plus robuste, que les taux négatifs n'ont su raviver au cours de la dernière décennie. Ceci pourrait se traduire par un régime d'inflation plus proche de celui des deux décennies antérieures, notamment si la convergence du niveau de vie des émergents réduit la pression sur les salaires.

## LE SYSTÈME INTERNATIONAL

Le monde de l'après COVID-19 ne marquera pas la fin de la mondialisation, mais peut se caractériser par cinq changements : une relation plus tendue entre la Chine et les États-Unis, une évolution des chaînes de valeur, une croissance davantage tirée par la croissance domestique que par l'échange international, des tensions protectionnistes plus importantes, et une prise en compte croissante de l'impact carbone dans les coûts de transport et dans l'optimisation internationale des lieux de production loin des marchés de distribution.

Historiquement les mutations de régime économique se traduisent souvent par des changements de régime de change (Gold standard de 1879 à la Première Guerre mondiale, zones monétaires des années 30, système de Bretton Woods à partir de 1944, fin de la convertibilité or du dollar en 1971). L'incertitude est immense quant aux scénarios de reconfiguration possibles de notre régime de changes flottants. L'élément marquant de la période dans laquelle nous entrons est probablement une remise en cause de la valeur des monnaies face à l'or si toutes les banques centrales décuplent la taille de leur bilan. La deuxième caractéristique de ce nouveau paradigme sera peut-être l'accélération de l'accession du yuan au statut de monnaie de réserve, même au rang de devise d'ancrage pour d'autres devises de la région. Dans ce contexte, l'euro devrait demeurer une monnaie de réserve mais restera à la merci de l'amélioration de la coordination fiscale et de la pérennisation du rôle pris par la BCE dans une zone monétaire qui reste incomplète.

Le monde de l'après COVID-19 et le *policy-mix* qui en découle s'avèrent plus complexes pour les investisseurs. Les espérances de rendement à long terme seront impactées par un phénomène de « répression financière » sur les obligations (taux durablement bas) et sur les actions (rendements affectés par la remise en cause des dividendes et par le risque de remontée de la fiscalité à moyen terme). Par conséquent, la polarisation des marchés actions devrait s'accroître avec une domination encore plus forte des *leaders* de la technologie.

En somme, le régime de *policy-mix* vers lequel nous nous dirigeons ne sera pas celui des années 30, de l'après-guerre ou des années 70. Il sera autant constitué d'innovations monétaires que d'emprunts à la philosophie budgétaire des précédentes décennies, mais dans un cadre globalisé renouvelé, et marqué par une accélération du changement technologique et climatique. Ce régime ne sera durable que s'il réussit à gérer la sortie de crise et la montagne de dettes qui en résulte ; car comme l'écrivait Tocqueville, « les grandes révolutions qui réussissent, faisant disparaître les causes qui les avaient produites, deviennent incompréhensibles par leurs succès mêmes » (*L'Ancien Régime et la Révolution*).



Seljalandsfoss, Islande

# FOCUS

## SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19

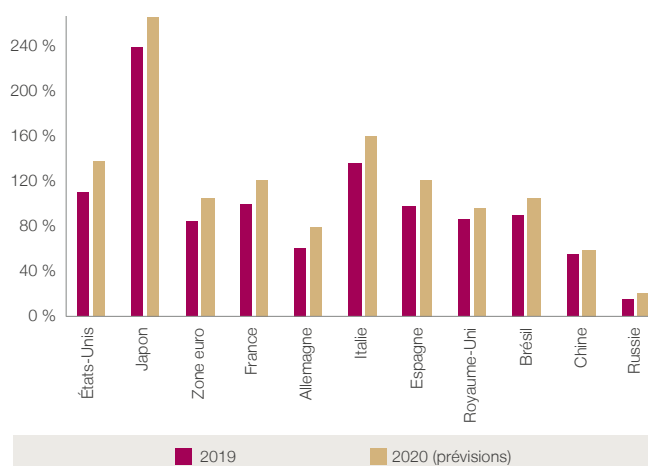
Les plans de soutien budgétaire sans précédent qui ont été annoncés à partir du mois de mars 2020 vont conduire à une hausse significative du niveau de dette/PIB dans la plupart des pays, probablement dans une fourchette de 5 à 25 points à fin 2020 (Graphique 1), due non seulement à une hausse des déficits mais aussi à une baisse de l'activité économique cette année. Ceci soulève des questions sur la soutenabilité à terme de ces dettes souveraines, avec en arrière-plan la crainte des investisseurs de voir se répéter une crise similaire à celle de 2011 en zone euro, même si le *policy-mix* et la palette des outils ont beaucoup évolué depuis.

### Y a-t-il un niveau de dette/PIB à risque ?

Dans leur ouvrage *This time it's different* (2009) et leur article *Growth in a time of debt* (2010), Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff suggéraient qu'au-delà de 90 % de dette/PIB, les États courent un risque plus élevé d'une baisse durable de la croissance d'une perte de maîtrise du ratio dette/PIB et, dans certains cas, de perte de maîtrise de l'inflation. La règle de base de la soutenabilité du ratio dette/PIB s'exprime par une comparaison entre le taux d'intérêt réel (net de l'inflation) et le taux de croissance de l'économie.

Dans certaines configurations, la hausse de la dette alimente la défiance du marché et conduit à une augmentation du taux d'intérêt auquel le pays concerné se finance, ce qui vient dégrader mécaniquement les soldes budgétaires et force à des ajustements budgétaires douloureux pour la croissance : ce fut le cas pour plusieurs pays du Système monétaire européen (SME) dans les années 90 et le cas des pays d'Europe du sud à partir de 2011.

### GRAPHIQUE 1 : ÉVOLUTION DU RATIO DETTE/PIB À TRAVERS LE MONDE, EN %



Sources : FMI, OCDE, Indosuez Wealth Management.

Le cas spécifique des pays émergents peut conduire à un dilemme de politique monétaire entre un ajustement budgétaire récessif et une perte de contrôle simultanée de l'inflation et de la devise ; ce risque s'accroît quand une partie importante de la dette est libellée en dollar et détenue à l'étranger ; ce fut le cas lors de la crise asiatique de 1997 ou plus récemment dans le cas de l'Argentine.

La faiblesse de la croissance en zone euro dans la décennie qui suit la crise financière de 2008 est toutefois expliquée par les mesures d'austérité budgétaire, imposées autant par les règles budgétaires que par la nécessité de maîtriser l'impact de la hausse de la dette sur la courbe des taux. Dans le cas des pays d'Europe du sud, la situation est devenue difficilement maîtrisable non seulement en raison du couple taux d'intérêt réel et croissance, mais également eu égard aux ajustements budgétaires dont les effets récessifs sont venus dégrader cette dynamique, avec un effet multiplicateur sous-estimé ; c'est ce qui a rendu inévitable l'action de la Banque centrale européenne (BCE) à partir de 2012 et surtout à partir de 2015.

Le rôle des banques centrales et l'effet des rachats de dette souveraine sur la courbe des taux change la donne en matière de soutenabilité. En effet, l'expérience du Japon, des États-Unis et de l'Europe depuis 10 ans montre une rupture du lien entre niveau de dette et taux d'intérêt : le *spread* de la dette française contre l'Allemagne reste très mesuré alors même que la France atteint un ratio dette/PIB de 100 %, qu'elle franchira très significativement cette année. L'administration Trump a mené une réforme fiscale conduisant à une forte hausse de la dette, sans pour autant que les effets soient ressentis sur la courbe des taux américains au-delà de ce qui s'explique par la remontée des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) en 2018.

En tout état de cause, ce cadre profondément transformé repose la question de la pertinence des niveaux de dette/PIB du Pacte de stabilité et de croissance définis lors du Traité de Maastricht dans un monde très différent du nôtre en termes de taux d'intérêt, d'inflation et de politique monétaire.

### Quels sont les facteurs affectant la soutenabilité de la dette ?

Les exemples de la zone euro, du Japon et des États-Unis montrent que la question de soutenabilité repose d'abord sur le niveau de taux d'intérêt de la dette, qui est désormais administré par les banques centrales. Au lieu de conduire à une hausse des taux, l'accroissement de la dette publique force au maintien de taux bas, précisément pour rendre la dette soutenable bien au-delà d'un niveau de dette/PIB de 100 %.

La nature de la politique monétaire conduite joue donc un rôle significatif sur la soutenabilité de la dette. Si la courbe des taux est entièrement administrée par la banque centrale au Japon et en Europe, c'est précisément l'incertitude pesant sur la capacité ou la volonté de la BCE de soutenir les dettes des États membres

par une politique d'achats d'actifs qui a conduit à un fort écartement de la prime de risque sur la dette italienne au cours du premier trimestre 2020. L'épidémie de COVID-19 qui sévit depuis février en Europe a en effet conduit à un nouvel épisode de stress sur les *spreads* italiens, qui a sans doute incité la BCE à annoncer un accroissement massif de ses achats d'actifs pour un montant de 750 milliards d'euros. Tout est donc fait dans les principaux pays pour que la hausse des dettes ne se traduise pas par une hausse des *spreads* de financement des États.

Ceci est vrai tant que le cadre politique et la trajectoire financière sont lisibles. En Italie, au cours des trois dernières années, ce sont le niveau d'incertitude politique et les désaccords entre le gouvernement précédent et la Commission européenne qui ont conduit à une élévation des *spreads* et non le niveau de dette en zone euro. La lisibilité de la trajectoire budgétaire joue aussi beaucoup sur la confiance que le marché place dans un État reflété par le niveau de prime de risque ; c'est l'enjeu des règles budgétaires et des plans de stabilité triennaux présentés par les États membres à la Commission européenne.

Enfin, tel qu'indiqué précédemment concernant les pays émergents, la devise de dénomination (Graphique 2), la structure de détention de la dette (Graphique 3) jouent significativement sur sa soutenabilité ; ceci peut être reflété par le niveau de stress sur la devise, notamment pour les pays dont la devise n'est pas une monnaie de réserve, et dans lesquels les enchaînements crise de dette/crise de change peuvent se manifester. Le taux de détention domestique de la dette d'un pays, sa balance courante (Graphique 4) et le niveau de réserves de change sont, de ce point de vue, deux éléments fondamentaux permettant d'assurer la résilience d'une économie à niveau de dette équivalent. C'est en partie ce qui explique par exemple que la dette publique chinoise est jugée soutenable par le marché.

### La hausse des dettes souveraines accumulées cette année va-t-elle peser sur la croissance ?

Tel qu'évoqué précédemment, la dernière décennie en zone euro soulevait déjà la question de l'impact potentiel du niveau de dette significatif sur la croissance. En zone euro, les pays les plus endettés sont aussi ceux qui ont connu le taux de croissance le

plus faible. Cela traduit que la contrainte de remboursement et de désendettement pèse sur la croissance future d'un pays qui s'endette. Le poids du service de la dette vient contraindre les dépenses de l'État, les transferts sociaux et les investissements publics si le pays souhaite maîtriser son ratio de déficit/PIB, ce qui revient de fait à un transfert de richesse entre deux décennies voire deux générations.

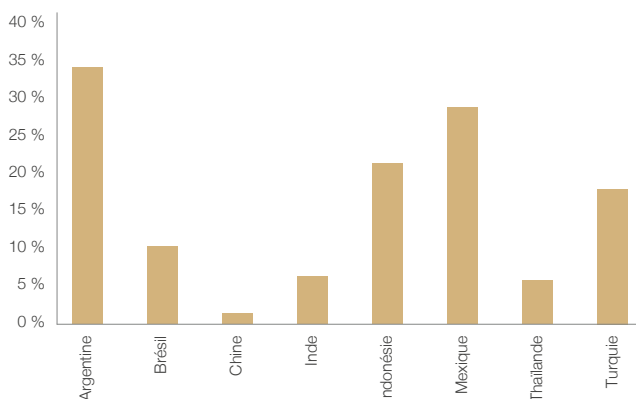
La contrainte de remboursement pèse en effet sur la croissance potentielle dès lors qu'elle conduit à devoir faire des arbitrages budgétaires pouvant affecter non seulement le cycle mais la croissance à long terme, par exemple en réduisant le budget de l'éducation, de la recherche, de la santé ou des infrastructures qui contribuent à élever le taux de croissance et le niveau de vie de la génération suivante. Tout dépend si les postes auxquels la hausse de la dette a été affectée sont constitués de dépenses ou contribuent à des investissements de nature à augmenter le potentiel de croissance.

On peut également considérer que les plans de soutien massifs annoncés par les principaux États au printemps 2020 visent à limiter la destruction de capital productif ; sous cet angle, ils contribuent à éviter qu'un choc temporaire ne se transforme en choc structurel, et de ce fait à préserver le sentier de croissance qui aurait été plus durablement affecté en l'absence de mesures de soutien.

### Le stock de dette publique détenu par les banques centrales change-t-il la mesure de soutenabilité ?

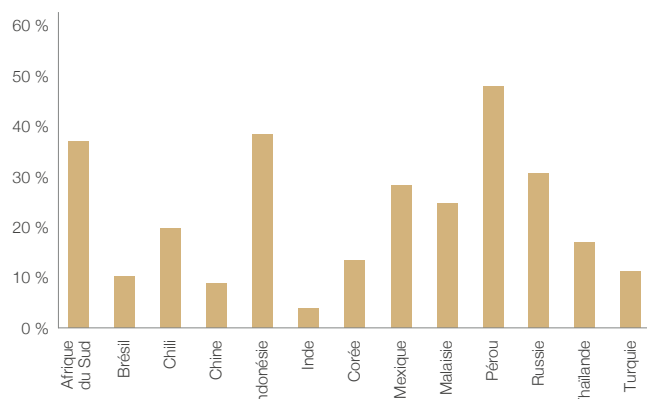
L'élévation des ratios de dette/PIB au-dessus de 100 % dans la plupart des pays de l'OCDE ne manque pas de soulever la question de leur remboursement futur. Pour autant, on peut s'interroger sur la façon de traiter la partie de la dette publique qui est détenue par les banques centrales : est-ce encore de la dette ou est-ce de la monnaie ? Si les banques centrales ne réduisent pas leur bilan et réinvestissent les actifs arrivés à échéance dans la dette de leurs États respectifs, les coupons rentrent dans les résultats des banques centrales (et sont ainsi perçus par les États), *de facto* on pourrait considérer que ces dettes s'apparentent à de la création monétaire.

GRAPHIQUE 2 : DETTE EXTERNE/PNB, EN %\*



\*Valeur actuelle de la dette externe en USD exprimée en % du Produit national brut. Sources : Banque mondiale, données 2018, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 3 : DÉTENTION INTERNATIONALE DE LA DETTE LIBELLÉE EN DEVISE LOCALE, EN %



Sources : Datastream, BIS, Banque mondiale, FMI, Indosuez Wealth Management.

Par conséquent, on pourrait théoriquement recalculer les ratios de dette/PIB du Japon, des États-Unis et de l'Europe en retranchant le montant détenu par les banques centrales s'il est établi qu'elles ne reviendront pas en arrière sur l'assouplissement quantitatif et l'accroissement de leur bilan. Cela suppose toutefois deux choses : que le programme d'achat d'actifs revête un caractère permanent, et que la monétisation des dettes publiques soit assumée.

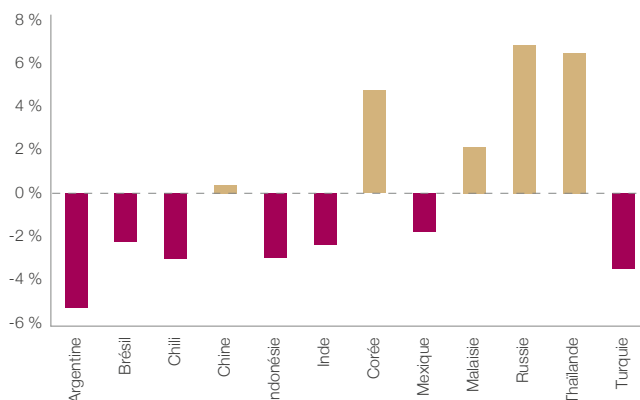
Ce dernier point fait débat en zone euro dans la mesure où les statuts de la BCE ne lui permettent pas de financer directement un État membre et a fait l'objet de procédures engagées au niveau de la Cour de justice de l'Union européenne (CJCE) et de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe. Dans ce contexte, on peut considérer que le maintien d'une double incertitude sur la permanence du soutien monétaire et sur la solidarité budgétaire justifie la persistance d'une prime de risque sur plusieurs États de la zone euro, traduisant exactement la question de la soutenabilité de la dette.

### L'élévation de la dette publique crée-t-elle un risque inflationniste ?

Par le passé, les crises de surendettement ont parfois pu se traduire par une hausse de l'inflation ; au-delà du cas déjà évoqué des crises de change des pays émergents qui génèrent de l'inflation importée, l'inflation a pu constituer une solution pour réduire le poids de la dette sans devoir faire défaut en améliorant le couple taux d'intérêt réel/croissance.

La question a été posée lors de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) de la Fed à partir de 2008, sur la base de la conviction monétariste qu'une hausse de la masse monétaire produit inévitablement une hausse de l'inflation. Dans ce cadre d'analyse, si les dettes publiques sont monétisées, leur hausse devrait conduire à une hausse de l'inflation. Ce n'est pas ce qui a été observé au cours de la dernière décennie, davantage marquée par une inflation du prix des actifs lié à un effet mécanique des taux bas. La source de la faiblesse de l'inflation semble davantage ancrée dans des phénomènes structurels et la BCE a échoué à ramener le taux d'inflation à la cible, ainsi nous pouvons exclure à court ou moyen terme cette perspective.

GRAPHIQUE 4 : BALANCE COURANTE, EN % DU PIB



Sources : Banque Mondiale, données 2018, Indosuez Wealth Management.

Une hausse de l'inflation pourrait davantage provenir d'un changement plus structurel sur la mondialisation ou le partage de la valeur ajoutée.

Que ce soit par l'inflation ou par le maintien de taux bas, l'équation de la hausse des dettes publiques semble impliquer un transfert au détriment des épargnants, thématique de la répression financière qui a fortement alimenté le débat en Allemagne sur la politique de la BCE.

### Les impôts vont-ils augmenter après l'épidémie ?

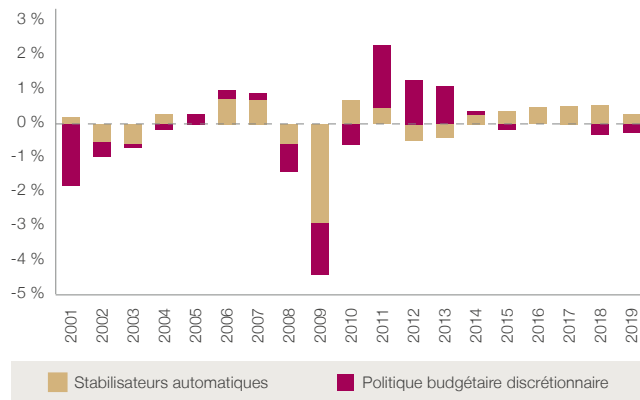
Dans cette phase, la priorité des États est de contenir les effets de l'épidémie sur l'économie et de créer les conditions d'un redémarrage rapide en limitant les effets de transmission à long terme du choc. Aucune hausse d'impôt n'est donc envisageable à court terme, à la fois politiquement et économiquement, et les banques centrales sont présentes pour que ce surcroît de dette soit financé à taux nul ou négatif.

Le sujet évoqué précédemment sur les multiplicateurs budgétaires (qui ont été sous-estimés lors de la dernière décennie) démontre que les gouvernements ont tiré les leçons de la double crise 2008/2011 et des effets récessifs des ajustements budgétaires conduits en Europe du sud.

Mais inévitablement la question se reposera de trouver les ressources pour permettre un rééquilibrage des comptes publics dans un contexte où les stabilisateurs budgétaires automatiques fonctionnent de manière asymétrique en Europe (Graphique 5) (ils contiennent les effets de la crise grâce aux filets de sécurité, mais en phase d'expansion les budgets ne parviennent pas à un excédent, sauf en Allemagne).

Par ailleurs, le constat d'une hausse des inégalités de revenus et de patrimoine ainsi que d'une accélération du réchauffement climatique peuvent conduire certains gouvernements à envisager des évolutions fiscales dans ces deux directions, face à une opinion publique mobilisée sur ces sujets. Ces questions seront probablement centrales au cours des prochaines échéances électorales aux États-Unis et en Europe.

GRAPHIQUE 5 : CONTRIBUTIONS AU SOLDE BUDGÉTAIRE DE LA ZONE EURO, EN % DU PIB



Sources : Commission européenne, Indosuez Wealth Management.





Vienne, Autriche

## ENJEUX DE COORDINATION ET DE GOUVERNANCE DU POLICY-MIX

Selon une vision traditionnelle et académique, les volets monétaires et budgétaires de la politique économique occupent des rôles à la fois distincts et indépendants, mais concourant à des objectifs en partie communs de pilotage du cycle :

- La politique monétaire doit d'abord se préoccuper de l'équilibre croissance/inflation du cycle au travers de sa politique de taux courts et de sa transmission au financement de l'économie, et dans les circonstances exceptionnelles, de jouer le rôle de clé de voûte du système financier dont elle assure la fonction de pourvoyeur de liquidité et prêteur en dernier ressort.
- La politique budgétaire recouvre une variété importante d'objectifs, entrant souvent en concurrence et dosés différemment d'un pays à l'autre, mais on peut considérer qu'elle vise à la fois à assurer un pilotage macroéconomique (par le biais de stabilisateurs automatiques et l'éventuel choix d'augmenter le déficit ou d'accentuer la rigueur), à conduire des politiques structurelles avec un effet sur la croissance potentielle (santé, éducation, infrastructures notamment) et à assurer une fonction redistributive plus ou moins marquée selon l'orientation politique des gouvernements.

### LE RÉGIME DES TROIS DERNIÈRES DÉCENNIES

Le double mouvement de globalisation de l'économie et de dérégulation/démantèlement des États-providences, dans le cadre d'une concurrence fiscale renforcée, ainsi que les échecs des politiques budgétaires de relance unilatérales ont eu tendance à consacrer la politique monétaire comme l'instrument privilégié du pilotage du cycle au tournant des années 90. Ceci est d'autant plus vrai que ces banques centrales ont vu leur

crédibilité renforcée par leur indépendance et l'extension de leur champ d'activité.

En outre, la disparition des tensions inflationnistes au plein emploi donne encore plus de valeur à la politique monétaire dans la mesure où elle ne se retrouve pas annihilée par la hausse de l'inflation qu'il faudrait ensuite combattre par une hausse des taux.

En parallèle, la création de zones monétaires à change fixe comme la zone euro redonne aussi de la marge d'efficacité à la politique budgétaire, qui ne se retrouve pas neutralisée par une perte de confiance dans la monnaie ou par un effet sur l'inflation.

Le *policy-mix* coordonné qui a prédominé à la sortie de la crise de la zone euro de 2012 fut principalement un couple rigueur budgétaire/expansion monétaire (l'un permettant l'autre). Son mérite est d'avoir préservé la zone euro mais ses résultats sont discutables et reposent la question de l'efficacité des taux négatifs et la sous-estimation des multiplicateurs budgétaires (sujet évoqué dans un article précédent).

### UN NOUVEAU RÉGIME DAVANTAGE COORDONNÉ

Aujourd'hui, la crise de la COVID-19 pose à nouveau la question de savoir quel est l'outil à privilégier dans le contexte d'une demande temporairement contrainte par le confinement (et qui ne peut donc pas répondre à la stimulation des taux d'intérêt). Plus généralement, l'enjeu est de définir si l'efficacité du *policy-mix* implique une coordination étroite ou si la crédibilité de la politique économique impose une indépendance et une séparation des deux volets :



- La soutenabilité de dettes publiques en forte expansion repose sur une triple assurance de taux durablement bas, de pérennité de la zone euro et d'une solidarité entre pays de la zone euro. On peut notamment constater que c'est bien l'intervention de la Banque centrale européenne (BCE) fin mars, annonçant une augmentation majeure de ses achats de dette souveraine et davantage de flexibilité de ses ratios pour acheter les émissions périphériques, qui a permis de comprimer le *spread* de la dette italienne.
- La crédibilité de la devise et de la banque centrale implique un bon équilibre entre le fait que le risque périphérique reste contenu par la banque centrale et le constat que cette banque centrale n'est pas soumise au bon vouloir des États de faire monétiser leur dette par l'institution monétaire commune.

Par conséquent, il existe plusieurs régimes de *policy-mix* en fonction des circonstances ; dans les phases de crise de 2008, 2011 et 2020, on constate une articulation beaucoup plus étroite du *policy-mix* sans que cela vienne générer une inquiétude de marché sur la crédibilité de la banque centrale ou un stress sur la devise. Dans les faits, le marché semble avoir plutôt eu tendance à intégrer une prime de risque lorsque les investisseurs doutaient de la capacité ou de la volonté de la banque centrale à intervenir.

## L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES

L'extension significative du domaine d'intervention des banques centrales vient reposer la question de leur fonction de réaction et de leur indépendance, renforçant ainsi la notion de *fiscal dominance*.

*In fine*, la crédibilité des banques centrales dans un cadre de *policy-mix* très coordonné et de monétisation de fait des dettes d'État repose sur la préservation de leur indépendance statutaire, budgétaire et décisionnelle ainsi que sur une politique fondée sur des règles précises.

Statutairement, le Président de la Banque centrale européenne est nommé par les chefs de gouvernements de la zone euro, mais le caractère durable (8 ans) et non renouvelable du mandat du Président de la BCE est une forme de garantie de son indépendance. Aux États-Unis, le Président de la Réserve fédérale (Fed) est nommé par le Président des États-Unis et rend des comptes annuellement devant le Congrès. La question de l'indépendance de la Fed a été reposée aux États-Unis compte tenu des multiples commentaires de Donald Trump sur la politique monétaire conduite. Mais malgré cette pression grandissante et en dépit du sujet crucial de la préservation des conditions de financement des États, les banques centrales ont plutôt bien réussi à conserver leur indépendance. Leur rôle grandissant a plutôt eu tendance à les renforcer face à des gouvernements plus contraints et soumis aux aléas de l'opinion. Dans la période récente, ce sont mêmes les Présidents de la BCE qui se sont exprimés pour inviter les gouvernements européens à une action plus volontariste et non l'inverse.

En conclusion, le scénario dans lequel l'épidémie de COVID-19 nous amène est celui d'un *policy-mix* très coordonné, expansionniste à la fois sur le plan budgétaire et monétaire, et reposant très largement sur la monétisation probablement quasi permanente des dettes souveraines par les banques centrales.

## POLICY-MIX DANS LA ZONE EURO

La zone euro est une construction sans réel équivalent dans le monde en termes de *policy-mix* : une banque centrale commune et une monnaie unique, mais des politiques budgétaires essentiellement nationales, qui s'inscrivent dans un traité communautaire plus large que la zone euro (ensemble de l'UE) et un budget communautaire représentant environ 1 % du PIB de la zone euro.

Au moment de la création de l'euro, l'espoir était de voir la monnaie unique redonner à l'Europe des marges de manœuvre économiques, après les crises de change du début des années 90, ayant conduit certains pays à devoir choisir entre le soutien de la devise (choix de la France, au prix de taux d'intérêts réels très élevés aux effets récessifs importants) et le soutien de l'activité (Italie, Espagne, Portugal), quitte à devoir accepter une dépréciation des taux de change au sein du Système monétaire européen (SME).

### UNE ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE ?

Une zone monétaire unique est censée redonner de l'efficacité à la politique budgétaire des pays. Lorsqu'un pays décide de procéder à un stimulus budgétaire, l'effet du renchérissement des taux d'intérêt est plus faible car il est partagé sur l'ensemble de la zone, mais ce bénéfice présente un risque d'aléa moral, comportement de « *free riding* » qui justifie l'existence d'un Pacte de stabilité et de croissance visant à encadrer le risque de déséquilibre des finances publiques.

Par ailleurs, pour qu'une zone monétaire unique fonctionne, il faut que l'on puisse constater une certaine convergence des cycles entre les pays, ce qui permet de conduire une politique monétaire adaptée à l'ensemble des pays de la zone.

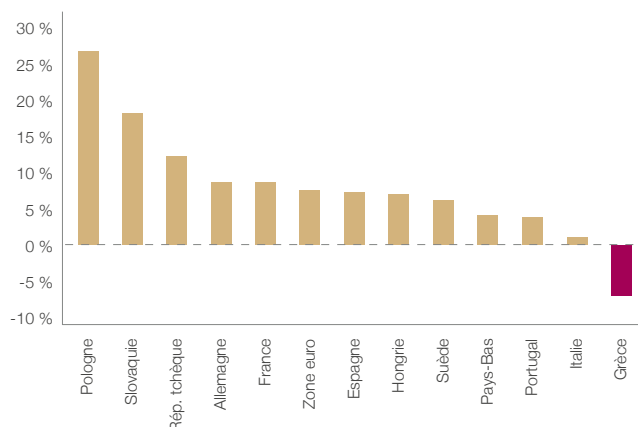
Cette convergence implique qu'une zone monétaire dite optimale (concept développé par Mundell en 1961 et enrichi par McKinnon en 1963) se caractérise notamment par une forte mobilité des capitaux et des salariés. Un bon niveau de diversification et d'ouverture des économies permet une certaine convergence économique et une capacité à limiter les chocs asymétriques. Ces conditions de mobilité n'étaient pas réunies au moment de la création de la zone euro ; la construction du marché unique depuis plusieurs décennies s'est renforcée avec une plus grande capacité des salariés à travailler dans un autre pays membre. Toutefois, le constat reste celui d'une zone relativement fragmentée avec des marchés du travail essentiellement nationaux, des transferts de capitaux limités (les bilans des banques commerciales sont surtout investis dans des actifs du pays) et une spécialisation industrielle accrue (cf. industrie automobile).

### CONVERGENCE OU DIVERGENCE ?

L'espoir était que l'adoption d'une monnaie unique et de critères budgétaires communs soient créateurs de convergence, permettant ainsi d'avoir un *policy-mix* cohérent. C'est sans doute ce qui s'est produit durant la première décennie d'existence de l'euro.

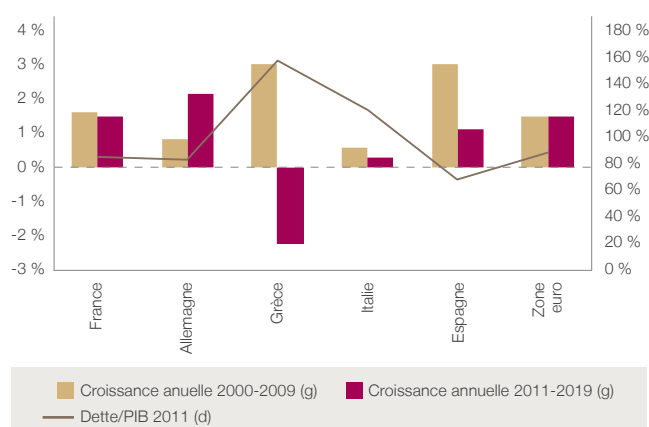
La réalité observée montre plutôt l'inverse depuis 2008, comme en atteste l'écart des ratios de productivité (Graphique 6), les balances commerciales, la multiplication de chocs asymétriques et la divergence des ratios de dette/PIB (Graphique 7), conduisant à un retour du risque souverain en zone euro au sein des pays d'Europe du sud. On a pu aussi observer que l'absence de flexibilité du taux de change entre les pays de la zone pouvait amener un écart de compétitivité et un excédent commercial durables (sans être amoindri par un renchérissement de la devise

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ DEPUIS 2010, EN %



Sources : OCDE, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 7 : CROISSANCE ANNUELLE DU PIB ET LA DETTE EN ZONE EURO ET RATIO DETTE/PIB, EN %



Sources : FMI, Commission européenne, Indosuez Wealth Management.

comme c'est le cas dans un régime de change flexible). C'est le cas de l'Allemagne, dont l'excédent commercial s'est beaucoup accentué et dont le taux de croissance a été supérieur à celui de la France ou de l'Italie la décennie passée.

Inversement, on observe que face à un choc macroéconomique asymétrique touchant un pays ou un groupe de pays de la zone, en l'absence de flexibilité du taux de change, certains pays sont contraints pour regagner en compétitivité d'adopter une politique d'ajustement par les prix et les salaires, ce qui explique en partie la pression déflationniste observée en Europe du sud dans les années 2010. Cette situation rendait difficile la détermination d'une politique monétaire unique pour la zone, et a partiellement été réglée par un élargissement des leviers d'actions de la BCE, mais aussi par la capacité à adopter des mesures macro-prudentielles dans certains pays, par exemple pour éviter une surchauffe excessive de l'immobilier en France.

## ENRICHISSEMENT DES OUTILS DU POLICY-MIX

Aujourd'hui, la crise de la COVID-19 constitue un test grandeur nature de la capacité de la zone euro à répondre avec un *policy-mix* approprié à un choc global touchant tous les pays mais aux effets en partie asymétriques, avec une épidémie plus violente en Espagne et en Italie, un impact économique plus fort traduisant un confinement plus strict et plus long, précisément dans des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire plus faible que l'Europe du nord.

C'est ce qui explique le souhait exprimé par le gouvernement italien de l'activation des mécanismes de solidarité budgétaire introduits en 2012 et l'émission de dettes au niveau de la zone euro.

Dans ce contexte, la suspension des critères du Pacte de stabilité est aussi un signe fort, qui témoigne autant d'une volonté d'éviter de pénaliser l'activité par une rigueur budgétaire dévastatrice, que d'une volonté de pouvoir répondre plus facilement à des chocs asymétriques liés à la pandémie. Plus largement, cela traduit un changement - temporaire ou plus structurel - du rapport de force entre, d'un côté, les partisans de l'orthodoxie budgétaire soucieux de l'aléa moral et de la soutenabilité budgétaire, et de l'autre, les partisans d'une politique économique plus intégrée et plus volontariste.

La décision en avril de l'Eurogroupe de lancer un plan de soutien de 540 milliards d'euros est également significative ; d'une part, par ce qu'elle reflète que cette crise est sans doute la première lors de laquelle les moyens dégagés au niveau communautaire sont plus importants qu'au niveau national. D'autre part, parce qu'il est désormais possible d'y percevoir les prémices d'une mutualisation des dettes, quand un État se refinance auprès du Mécanisme européen de stabilité (MES).

## L'INTÉGRATION ET LA SOLIDARITÉ BUDGÉTAIRE EN QUESTION

Toutefois, deux éléments en font un outil qui reste éloigné d'une réelle mise en commun des dettes : *primo* parce que les montants sont plafonnés (à 2 % du PIB pour le MES à ce stade, soit environ 35 milliards d'euros pour l'Italie, loin de ce qui est requis pour combattre la récession) ; *secondo* parce que la capacité à y recourir, en dehors du cadre strict de la gestion la dimension sanitaire de la crise, est soumise à conditions. Cela soulève un débat politique en Italie et est à l'origine du plan de relance européen actuellement en cours de discussion.

De son côté, l'intensification de l'action de la BCE reflète l'évolution du *policy-mix* de la zone euro qui est expansionniste sur les deux volets budgétaires et monétaires. L'intervention significative de la BCE - dont le bilan devrait augmenter de près de 1 000 milliards d'euros - vise autant des objectifs explicites communs à toute la zone (assurer le financement et le fonctionnement de l'économie et la liquidité de marché, maintenir la confiance dans la zone euro) que des objectifs implicites (limiter l'écartement des *spreads* périphériques pour rendre leurs dettes soutenables et maintenir la confiance dans l'euro). Elle s'est dotée à cet effet d'une capacité (de nature temporaire et limitée à cette pandémie) à racheter les dettes d'États sans respecter les clés d'allocation de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*).

En conclusion, cette pandémie constitue un catalyseur pour accélérer certaines évolutions du *policy-mix* européen par rapport à la crise de 2011, tant sur le plan des instruments que sur le plan de l'ambition. Les décisions prises récemment sont sans précédent, mais pour autant, les conditions politiques ne semblent pas réunies aujourd'hui pour que la zone euro se dote d'une intégration et d'une solidarité budgétaire complètes ; les budgets resteront essentiellement nationaux et les dispositifs d'assistance du Mécanisme européen de stabilité devraient reposer encore largement sur une notion de prêt ou d'aides conditionnelles. On peut donc s'attendre à des sorties de crise différenciées entre pays membres et en conclure que la zone euro devrait rester encore une zone monétaire incomplète.

# CARACTÉRISTIQUES DU MONDE DE L'APRÈS COVID-19

Un monde fondamentalement et durablement transformé devrait émerger dans le sillage de la crise de la COVID-19. Les dynamiques existantes pourraient être accélérées et amplifiées, tandis que l'évolution des priorités et des opportunités donnera peut-être naissance à de nouvelles tendances.

## MULTILATÉRALISME

Durant la période de l'après-guerre, le niveau de vie a enregistré une progression historique. La pauvreté a reculé en dessous de 10 % de la population mondiale, un niveau qui reste certes trop élevé, mais représente néanmoins un véritable exploit. Cette performance impressionnante a essentiellement reposé sur une collaboration et une ouverture internationales accrues, soutenues par un ordre international fondé sur des règles. On observe toutefois une remise en cause de cette tendance, notamment depuis le référendum britannique de 2016 sur l'appartenance à l'UE et l'élection du Président Donald Trump aux États-Unis. En l'absence de vaccin contre le virus, la mobilité internationale peinera à se rétablir. Le commerce international pourrait lui aussi être durablement affecté, car il est probable que de nombreux pays construiront de nouvelles capacités de production locales, dans des domaines clés, afin de renforcer la résilience et la préparation aux éventuelles crises futures. En termes de performances économiques mondiales et de réduction de la pauvreté, les 30 prochaines années ont peu de chance de ressembler aux 30 dernières.

Le cadre institutionnel international, en revanche, pourrait perdurer. Si l'administration américaine a suspendu son financement et sa participation aux grandes organisations et institutions internationales, d'autres pays maintiennent et approfondissent, plus discrètement, leur collaboration. L'Afrique a abrité l'année dernière le plus vaste accord commercial jamais conclu, tandis que le retrait des États-Unis du Partenariat transpacifique n'a pas découragé les autres pays en négociations. Au sein des opinions publiques, les cotes de confiance ont récemment sanctionné les comportements populistes et récompensé des qualités d'homme d'État plus traditionnelles. Il reste à voir comment cela se traduira dans les urnes, mais l'accès éventuel de Joe Biden à la présidence des États-Unis pourrait entraîner un soutien accru aux organisations internationales. Ce serait probablement la meilleure issue possible – car il n'existe pas d'alternative efficace et acceptable pour contrôler le comportement des superpuissances –, même si les tensions sino-américaines risquent de persister, quelle que soit l'issue du soutien présidentiel américain.

## RECU DU « LEAN MANAGEMENT »

En quête d'efficacité, les secteurs privé et public ont eu tendance à adopter des processus de production en flux tendu. Les inconvénients de ces stratégies n'ont frappé aucun secteur aussi sévèrement que celui de la santé. Comme il faut désormais constituer des réserves d'intrants essentiels, ainsi que des coussins de sécurité en prévision de futurs « cygnes noirs », les marges d'exploitation seront probablement comprimées. En outre, le risque – souligné par la crise – de dépendre des importations dans certains domaines stratégiques amènera très probablement les pays à relocaliser une partie de leur production et à modifier les chaînes d'approvisionnement dans les années à venir. Dans ce processus, les entreprises seront confrontées à

des choix difficiles entre l'optimisation des coûts et la sécurisation de l'approvisionnement en intrants. Elles devront probablement faire face à une pression croissante pour maximiser les bénéfices dans l'intérêt des actionnaires, mais aussi pour intégrer les intérêts des autres parties prenantes dans leurs plans stratégiques.

Un recul de la gestion « au plus juste » se profile donc pour les entreprises, aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé. Le rôle du gouvernement n'a fait que se renforcer au fil du temps et une inversion de tendance semble peu probable. Alors que les systèmes de soins et d'aide sociale sont voués à s'étendre de façon permanente, tandis que certains segments du secteur privé pourraient être renfloués par les gouvernements et rester sous contrôle public, la part des dépenses publiques dans l'économie ne peut que croître. À un certain stade, une hausse des impôts deviendra donc inéluctable. Dans ce contexte, l'introduction d'un revenu universel suscite des débats. Une telle mesure pourrait générer des gains d'efficacité si elle rationalisait et remplaçait des systèmes reposant souvent sur une multitude de programmes de soutien au revenu. Il est d'ailleurs permis de considérer que le versement des aides accordées durant la pandémie actuelle constitue un pas dans cette direction. À tout le moins, la nécessité actuelle de ces aides a ranimé le débat. Cela étant dit, l'augmentation du rôle des pouvoirs publics et des impôts risque de freiner les taux de croissance économique potentiels à long terme.

## CHANGEMENT CLIMATIQUE

L'implication accrue des gouvernements pourrait cependant avoir une conséquence positive, en suscitant une réponse plus convaincante au changement climatique et aux catastrophes qu'il entraîne déjà. Il s'agit là aussi d'une crise mondiale, exigeant des solutions à l'échelle de la planète, mais dont il est impossible de s'isoler. La réponse au changement climatique implique un grand nombre des actions mentionnées précédemment, en termes de renforcement de la résilience et de la préparation. Elle nécessite d'importants investissements, une nouvelle planification urbaine, incluant éventuellement la relocalisation de communautés entières, et soulève des questions urgentes concernant l'approvisionnement en nourriture et en eau. Il est possible que la destruction des habitats entraîne le déplacement de centaines de millions de personnes, une situation au regard de laquelle le chaos causé par la crise migratoire de 2015 en Europe paraîtra dérisoire.

Dans ce contexte, la pandémie actuelle recèle à la fois une menace et une opportunité. La menace concerne, de manière incontestable, le financement des investissements nécessaires dans des infrastructures propres et résilientes, compte tenu des dépenses publiques exceptionnelles requises pour atténuer l'impact économique de la pandémie. L'OCDE estime que 95 000 milliards de dollars d'investissements sont nécessaires sur la période 2016-2030 pour espérer limiter la hausse des températures à environ 2°C, et davantage si l'on désire faire mieux. Cela impliquerait des investissements compris entre 6 000 et 7 000 milliards de dollars chaque année, soit environ 7 % du PIB mondial. Les investissements nécessaires dans les transports représenteraient 43 % du total estimé, contre 34 % pour le secteur de l'énergie. Au niveau régional, la part des pays émergents se situerait entre 60 % et 70 % du total.

Quant à l'opportunité, elle réside dans la possibilité de mettre en place un modèle de tarification reflétant mieux les coûts réels pour la société. En ce qui concerne les émissions de gaz à effet de serre, il existe deux façons de fixer un prix. La première est le système d'échange de quotas d'émission (ETS), qui établit un prix de marché pour les émissions, tandis que la seconde prend la forme d'une taxe sur le carbone, dont le gouvernement détermine le niveau. La marge d'extension de ces systèmes est considérable, car ils sont appliqués par seulement 40 pays et ne couvrent, selon la Banque mondiale, que 13 % des émissions annuelles.

De même, dans le secteur des transports, le coût ne reflète pas le coût total pour la société en termes d'accidents, de pollution, d'émissions de CO<sup>2</sup>, etc. Si la plupart des pays taxent effectivement tous les modes de transport, les impôts prélevés sont faiblement indexés sur ces coûts externes et ne les couvrent que partiellement. Une tarification équitable, couvrant l'ensemble des coûts directs et indirects, permettrait probablement d'améliorer l'allocation du capital. Les 197 pays qui ont signé l'accord de Paris sur le changement climatique pourraient, éventuellement, ajouter une taxe supplémentaire visant à orienter les comportements dans le sens de la politique adoptée. Cette question est évidemment complexe et controversée dans un monde dans lequel 6,5 % du PIB mondial sont consacrés aux subventions à l'énergie, soit plus que les 5,9 % du PIB mondial consacrés à l'éducation. La suppression progressive de ces subventions et la promotion d'une tarification équitable nécessiteront l'attribution de mesures de compensation destinées aux ménages vulnérables.

## PÉTROLE

Il est possible que la crise de la COVID-19 accélère la transition vers l'abandon des énergies fossiles. Le marché du pétrole a sans conteste connu des perturbations majeures cette année, notamment l'entrée des prix en territoire négatif pour la première fois de son histoire. La faiblesse des prix du pétrole est souvent considérée comme une menace pour la transition énergétique, car elle rend la concurrence plus difficile pour les sources d'énergie alternatives. Toutefois, du point de vue des investisseurs, les rendements que l'on peut attendre du forage pétrolier sont désormais si faibles que l'attrait d'un investissement dans d'autres formes de production d'énergie est renforcé. Le secteur des énergies fossiles ne disparaîtra pas du jour au lendemain, mais son recul semble inéluctable.

## LIEU DE TRAVAIL

Le changement le plus notable est, de manière évidente, l'adoption du travail à domicile au sein des secteurs qui s'y prêtent. Les bureaux seront rouverts, mais le télétravail ne sera plus aussi stigmatisé qu'auparavant. Plusieurs grandes entreprises ont déjà signalé qu'elles prévoyaient de réduire leurs espaces de bureaux et leurs biens immobiliers, ce qui se traduira inévitablement par l'apparition d'une offre excédentaire structurelle. En ce qui concerne « l'économie des petits boulots », l'insécurité menaçant ceux qui n'ont pas d'employeur fixe, voire ceux qui occupaient ou occupent des postes a priori plus stables, persistera très probablement. La question de savoir comment assurer la santé et la sécurité des travailleurs indépendants, mais aussi de ceux qui travaillent dans le secteur

informel de certains pays, sera essentielle à l'avenir et pourrait freiner l'enthousiasme pour ce type d'emploi. D'autre part, nécessité fait loi en matière d'innovation et de nouvelles tendances ; encore difficiles à imaginer à ce stade, elles sont susceptibles d'émerger. Les formations en ligne sont notamment amenées à se renforcer, et les futurs recruteurs devront apprendre à évaluer les qualifications ainsi obtenues.

## MODES DE CONSOMMATION

Les achats des consommateurs pourraient évoluer sensiblement. La consommation de produits de luxe et d'articles ostentatoires a tendance à diminuer en temps de crise, et la manière dont les entreprises adapteront leur offre pourrait bien déterminer la nouvelle tendance. Celle-ci sera également influencée par la volonté croissante des consommateurs de sanctionner certains comportements des entreprises dans les médias sociaux, mais aussi à travers leurs habitudes de consommation. En conséquence, la généralisation de modes de consommation visant à soutenir les objectifs de développement durable à l'échelle de la planète est tout à fait envisageable. La pandémie a clairement mis en lumière l'importance des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), qui tendent à être au centre des investissements durables – un domaine voué à se développer. De nombreux services, y compris les services de santé, ont été fournis en ligne (Tableau 1) pendant la crise et nous pensons que cette évolution se confirmera. Les prix de tels services pourraient baisser, ou du moins augmenter moins rapidement, prolongeant ainsi l'influence désinflationniste bénéfique des produits manufacturés.

Dans les années à venir, les répercussions de cette crise se feront probablement sentir dans de nombreux autres domaines de notre vie quotidienne. Cependant, les crises précédentes ont également conduit beaucoup de gens à croire en l'avènement d'un monde nouveau, sans que la réalité réponde à leurs attentes. Ce schéma pourrait se répéter, alors que le changement s'avère généralement coûteux, y compris sur le plan politique. On peut néanmoins compter sur l'ingéniosité humaine, dans le domaine de l'innovation technologique et sociale, pour aider l'économie mondiale à affronter les défis structurels qui nous attendent.

TABLEAU 1 : UTILISATION D'INTERNET DURANT LA PANDÉMIE, EN %

Type d'utilisation	Variation VS journée normale pré-COVID-19
Jeux vidéo	115
VPN	49
Vidéo	36
Téléchargements	39
Internet	27
Social	-12
Minutes d'utilisation messages vocaux	25

Sources : Verizon, The New Stack, Indosuez Wealth Management.



Alpes, Suisse

# PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

## L'ÉCONOMIE MONDIALE EN CRISE

Les mots peinent à décrire l'expérience singulière que représente la lutte contre une pandémie par la fermeture « volontaire » de pans entiers de nos économies. Pour les prévisionnistes macroéconomiques, le caractère exceptionnel de la situation rend les données passées non pertinentes et les estimations couvrent des fourchettes de 10 points de pourcentage ou plus, auxquelles il faut ajouter des marges d'erreur importantes. Tout scénario doit être apprécié dans ce contexte, et il convient de s'attacher essentiellement aux ordres de grandeur.

Quoique dramatique, notre scénario correspond au cas le plus favorable. Il repose sur plusieurs hypothèses clés :

- La plupart des mesures de confinement sont progressivement supprimées au cours du deuxième trimestre.
- Le rebond anticipé au second semestre est plutôt modeste, par rapport à l'ampleur de la contraction prévue au premier semestre.
- Le prix moyen du baril de pétrole aura du mal à dépasser 30 dollars, ce qui est favorable au cycle économique mondial, toutes choses égales par ailleurs.
- La baisse du prix du pétrole dominera les perspectives d'inflation, ce qui crée un contexte désinflationniste.
- Le taux de change euro-dollar devrait évoluer entre 1,05 et 1,15 EUR/USD en 2020, soit un niveau neutre par rapport à notre scénario.

Dans un tel scénario, nous prévoyons une contraction de l'économie mondiale de 3 % en année pleine en 2020, avant une expansion de 5,5 % du PIB mondial en 2021 (Tableau 2). En glissement trimestriel, la contraction de 9,8 % du PIB chinois au premier trimestre fournit un indicateur de ce que nous pouvons attendre dans la plupart des économies avancées au deuxième trimestre. En ce qui concerne le rebond des trimestres suivants, nous prévoyons une reprise en forme de U plutôt que de V. En effet, le taux de croissance du PIB mondial de 5,5 % anticipé pour 2021 est comparable à celui de 2010 (5,4 %) – qui avait suivi une contraction de seulement 0,4 % en 2009, contre les -3 % (voire pire) attendus pour 2020 –, ce qui souligne la faiblesse relative de nos prévisions.

Si nos hypothèses se révèlent erronées, les résultats anticipés s'en trouveront fortement dégradés. En supposant que la crise persiste et que les mesures de confinement ne soient pas levées, ou réintroduites plus tard dans l'année, le PIB mondial pourrait se contracter de 6 % cette année. Dans l'éventualité d'une aggravation de la pandémie l'hiver prochain, la contraction pourrait atteindre 9 %, voire davantage. Bien que ces cas de figure ne puissent être définitivement écartés, notre scénario demeure le plus probable, au regard de l'expérience de la Chine et des plans de réouverture de l'économie publiés au moment où nous écrivons ces lignes. Alors que les risques se concentrent sur une éventuelle aggravation de la crise, il est difficile d'imaginer une surprise positive à ce stade.

TABLEAU 2 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES PAR PAYS, EN % ET POINTS DE POURCENTAGE

	2019		2020		2021		Pondérations en PPA (2018)	2019	2020	2021
	PIB	IPC*	PIB	IPC*	PIB	IPC*		Contributions	Contributions	Contributions
Monde	2,9	-	-3,0	-	5,5	-	100	Points de %	Points de %	Points de %
États-Unis	2,3	1,8	-6,0	0,8	4,5	1,7	15,2	0,35	-0,91	0,68
Japon	0,7	0,5	-5,0	0,0	3,0	0,3	4,1	0,03	-0,21	0,12
Royaume-Uni	1,4	1,8	-6,5	0,9	3,8	1,5	2,2	0,03	-0,15	0,09
Zone euro	1,2	1,2	-7,5	0,4	4,6	1,0	11,4	0,14	-0,86	0,52
Allemagne	0,6	1,4	-7,0	0,5	5,0	1,2	3,2	0,02	-0,22	0,16
France	1,3	1,3	-7,2	0,5	4,5	1,0	2,2	0,03	-0,16	0,10
Italie	0,3	0,7	-9,0	0,0	5,0	0,7	1,8	0,01	-0,16	0,09
Espagne	2,0	0,8	-8,0	-0,1	4,0	1,0	1,4	0,03	-0,11	0,06
Suisse	0,9	0,4	-6,0	-0,5	3,8	0,3	0,4	0,00	-0,02	0,02
Brésil	1,1	3,7	-5,8	1,6	3,5	3,1	2,5	0,03	-0,15	0,09
Mexique	-0,1	3,6	-6,3	2,5	3,2	3,0	2,8	0,00	-0,18	0,09
Argentine	-2,2	53,5	-7,4	50,0	3,7	40,0	0,7	-0,02	-0,05	0,03
Russie	1,3	4,5	-6,8	3,1	4,0	4,0	3,1	0,04	-0,21	0,12
Inde	4,2	3,7	2,0	3,3	7,4	3,9	7,7	0,32	0,15	0,57
Chine	6,1	2,9	2,0	2,5	8,3	2,1	18,7	1,14	0,37	1,55
Asie hors Chine, Inde, Japon**	4,8	2,1	-1,0	1,8	8,0	2,7	7,9	0,38	-0,08	0,63

\*Indice des prix à la consommation \*\*Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande et Vietnam.

Nota Bene : le PIB mondial est en PPA (Parité de Pouvoir d'Achat) et sur une base annuelle.

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

Sources : Bloomberg, FMI, Indosuez Wealth Management.



Nous ne nous attendons pas à ce que la Fed ou la BCE réduisent davantage leurs taux directeurs cette année (Tableau 3). Les baisses de taux déjà adoptées par la Fed permettront aux autres banques centrales de réduire leurs taux directeurs en fonction du recul anticipé de l'inflation, sauf vigueur excessive du dollar américain.

Le commerce mondial des marchandises pourrait se contracter de 10 % à 30 % cette année, un niveau proche du premier chiffre ayant été retenu dans notre scénario. À titre de comparaison, le volume des échanges commerciaux a chuté d'environ 10 % lors de la crise financière mondiale de 2008 et de quelque 60 % lors de la Grande Dépression. Une majorité de pays verront probablement leur balance des opérations courantes se détériorer. En ce qui concerne le pétrole, les excédents des pays exportateurs déclineront, tandis que l'allègement de la facture des pays importateurs ne sera probablement pas notable, en raison de la baisse généralisée des volumes commerciaux. Cette situation pourrait provoquer des crises de la balance des paiements dans les pays dont les réserves sont insuffisantes, un risque surtout concentré dans les pays à faible revenu. Une bonne nouvelle se dégage toutefois de ce sombre tableau : la pandémie de COVID-19 s'est déclarée dans un contexte de déséquilibres des comptes courants beaucoup moins importants qu'en 2008, lorsque ceux-ci faisaient partie des causes sous-jacentes de la crise.

Le chômage augmentera rapidement pour atteindre des niveaux rarement observés lors des crises passées, qui dépendront cependant du système de sécurité sociale de chaque pays. Sous des formes différentes, les mesures de soutien budgétaire visent à compenser les pertes de revenus dans tous les pays.

Si les personnes concernées n'étaient pas indemnisées, la reprise serait incontestablement plus lente et moins robuste. Loin d'être acquis, le réemploi des personnels licenciés dépendra notamment de la capacité des aides budgétaires accordées aux entreprises de toutes tailles à prévenir les faillites. Dans le contexte actuel, la stratégie européenne de soutien financier aux entreprises en vue de maintenir l'emploi des salariés pourrait se révéler plus efficace que la réponse américaine, qui consiste à indemniser un nombre croissant de chômeurs. Des échecs potentiels dans la mise en œuvre des vastes plans de relance budgétaire et monétaire adoptés durant cette crise font peser un risque majeur sur notre scénario.

Sur le plan budgétaire, environ la moitié des aides fournies par les différents pays ont vocation à être remboursées, puisqu'elles prennent la forme de prêts. Malgré cela, les déficits publics vont probablement doubler – au minimum – et les ratios dette/PIB sont destinés à atteindre de nouveaux sommets. Le déficit budgétaire des administrations publiques américaines pourrait largement dépasser 15 % du PIB cette année, contre près de 5 % du PIB en 2019. Quant au déficit budgétaire de la zone euro, il devrait atteindre 7 % du PIB cette année, contre 0,7 % du PIB l'année dernière. La Chine ne fait pas exception à la règle, puisque son déficit public passera de 6,5 % du PIB en 2019 à plus de 11 % du PIB en 2020. Ces chiffres sont cependant entourés d'une grande incertitude, car de nouveaux programmes d'aide gouvernementale continuent d'être mis en place. En ce qui concerne les niveaux d'endettement, le ratio dette publique brute/PIB devrait passer de 109 % en 2019 à plus de 130 % en fin d'année aux États-Unis. Ce ratio dépassera, selon toute probabilité, 155 % en Italie et 250 % dans le cas du Japon.

TABLEAU 3 : TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES, PRÉVISIONS 2020-2021, EN %

	Déc. 2018	Déc. 2019	Déc. 2020	Déc. 2021
Argentine	59,00	55,00	35,00	45,00
Afrique du Sud	6,75	6,50	3,40	3,50
Arabie Saoudite	3,00	2,25	1,00	1,00
Australie	1,50	0,75	0,25	0,25
Brésil	6,50	4,50	2,25	3,25
Chili	2,75	1,75	0,40	0,60
Chine	4,35	4,35	3,50	3,50
Corée du Sud	1,75	1,25	0,50	0,60
Émirats arabes unis	2,75	2,00	0,75	0,75
États-Unis	2,50	1,75	0,25	0,25
Inde	6,50	5,15	3,50	3,70
Indonésie	6,00	5,00	4,00	4,10
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Malaisie	3,25	3,00	1,75	1,95
Mexique	8,25	7,25	4,00	4,30
Philippines	4,75	4,00	2,45	2,65
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,10	0,10
Russie	7,75	6,25	4,70	4,70
Suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Thaïlande	1,75	1,25	0,40	0,40
Turquie	24,00	12,00	8,00	9,00
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Rayong, Thaïlande

Pour la zone euro, il pourrait passer de près de 85 % en 2019 à environ 97 % cette année. Enfin, le ratio dette/PIB de la Chine pourrait grimper de 55 % à 65 %. Malheureusement, l'économie mondiale est moins bien armée pour affronter cette crise que les précédentes, car la dette mondiale atteignait déjà un niveau record en 2019. Cette situation constituera une caractéristique déterminante du monde post-COVID-19 et sera très probablement corrigée par une période prolongée – plusieurs décennies – de taux d'intérêt réels négatifs (Graphique 8).

Les banques centrales engagées dans l'assouplissement quantitatif verront dès lors leurs bilans atteindre des sommets historiques. Le fardeau de la dette imposera des contraintes à la mise en œuvre de la politique monétaire et le fait que les forces structurelles qui contribuent à contenir l'inflation, notamment la révolution technologique, continuent selon toute probabilité à dominer les forces cycliques pendant les années à venir est une bonne chose. En outre, la tolérance à l'égard de tout dépassement des objectifs d'inflation devrait rester élevée, ce qui limitera également les éventuelles hausses des taux directeurs. La situation nécessitera probablement, par rapport à l'époque de l'indépendance des banques centrales, une collaboration

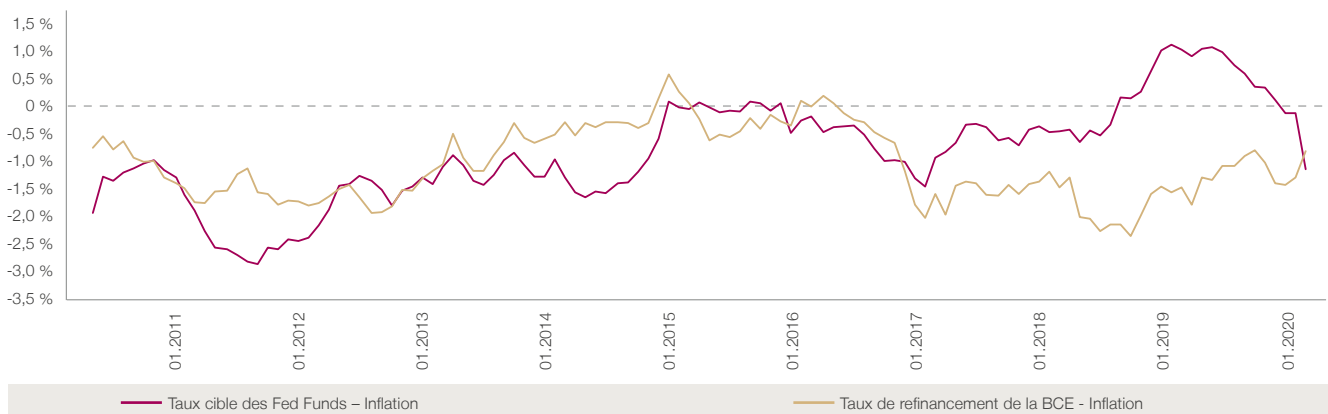
plus explicite entre les banques centrales, les ministères des Finances et les bureaux de gestion de la dette publique, ce qui pourrait se révéler problématique dans les pays souffrant d'un faible niveau de confiance dans les institutions publiques.

Dans l'ensemble, cette réponse politique historique à la pandémie devrait, si la destruction des capacités de production demeure contenue, permettre de compenser la chute de production d'ici la fin de l'année 2021. En revanche, dans l'hypothèse de faillites d'entreprises généralisées, la crise actuelle pourrait se transformer en une récession plus classique et plus durable.

En résumé, l'économie mondiale de la période post-COVID-19 devrait être caractérisée par :

- Une croissance lente.
- Un endettement élevé.
- Une inflation faible.
- Des taux d'intérêt nominaux bas.
- Des taux d'intérêt réels négatifs.

GRAPHIQUE 8 : TAUX DE LA FED ET DE LA BCE, EN %



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

# LES ÉTATS-UNIS À L'AUBE D'UNE ÉLECTION CRUCIALE

En pleine pandémie, certains problèmes économiques fondamentaux passent au second plan – à juste titre. Ils demeurent néanmoins très présents et doivent être traités dès que possible. L'un des problèmes structurels de l'économie américaine est la question des déficits jumeaux, autrement dit la coexistence d'un déficit du budget de l'État et d'un déficit de la balance courante. En ce qui concerne le budget, il est déficitaire depuis 1970, à l'exception des années 1998-2002. Le déficit le plus important depuis 1970 a été enregistré en 2009, année où il a atteint 10 % du PIB. Le déficit budgétaire a reflué au cours des années suivantes, avant d'augmenter de nouveau à partir de 2016. Il pourrait cette année approcher 20 % du PIB, en fonction d'éventuelles mesures de soutien supplémentaires à venir. Le Bureau du budget du Congrès a publié de nouvelles projections au 24 avril 2020, qui tablent sur un ratio déficit/PIB de 17,9 % en 2020 et 9,8 % en 2021. Quant à la dette fédérale détenue par le public, elle pourrait atteindre 101 % du PIB en 2020, puis 108 % en 2021.

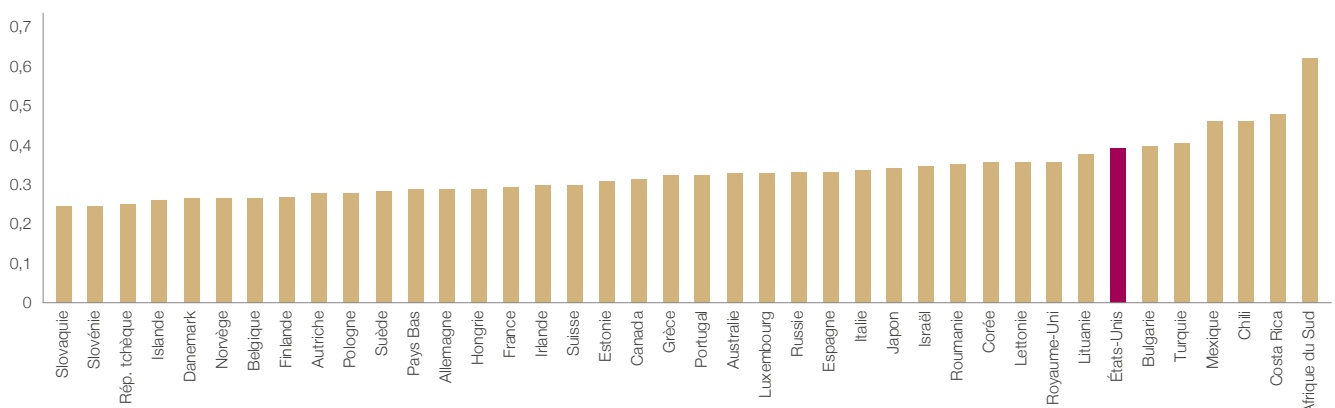
Il est incontestable que cette augmentation spectaculaire est principalement liée à la gestion des conséquences de la pandémie. Toutefois, le déséquilibre fondamental des finances publiques américaines constitue un problème récurrent. Le reste de l'économie américaine affiche en outre une tendance à la surconsommation, comme en témoigne le fait que les États-Unis détiennent le record mondial du déficit des comptes courants, en dollars américains (le Royaume-Uni est en deuxième position). Cependant, grâce à la taille significative du PIB américain, le déficit des comptes courants reste modeste en pourcentage, ne dépassant guère 2,3 % à la fin 2019. Depuis 1960, le déficit moyen s'établit à -1,6 % du PIB, avec un creux proche de -6 % du PIB en 2006 et un excédent maximal sur la période de +1 % du PIB, enregistré en 1975. On peut en conclure que l'économie américaine tend à vivre au-dessus de ses moyens, tant au niveau de l'économie au sens large qu'au niveau du gouvernement. Il est donc nécessaire d'importer des capitaux pour aider à financer ces déficits. Pour la plupart des autres pays, une telle situation serait intenable, entraînant des crises de la balance des paiements et d'importantes dépréciations de la devise, avec

l'impact inflationniste qui en découle. Les États-Unis, en revanche, sont souvent épargnés par les retombées de leur prodigalité, notamment parce qu'ils bénéficient du « privilège exorbitant » d'émetteur de la devise de réserve mondiale, pour citer Barry Eichengreen. Néanmoins, la participation étrangère dans la dette du Trésor a reculé de 47 % en 2009 à 41 % en 2019. Le Japon et la Chine en détiennent désormais 7 % chacun, contre respectivement 10 % et 12 % en 2009. Par conséquent, même les États-Unis ne sont pas totalement à l'abri d'une baisse de la demande étrangère pour leurs actifs, ce qui fait du double déficit un problème structurel de plus en plus prégnant pour l'économie américaine.

## DÉFICIT COMMERCIAL

On peut considérer que l'administration Trump a tenté de s'attaquer au déficit des comptes courants, déficit commercial, en menant une guerre commerciale principalement dirigée contre la Chine. Or, si le déficit commercial résulte d'une consommation excessive, on peut s'interroger sur le bien-fondé d'une tentative de résoudre ce problème par le biais d'une politique commerciale bilatérale. Alors que le gouvernement américain a décidé d'abaisser les impôts en 2017, la manière la plus efficace de résorber le déficit commercial consisterait précisément à prendre la mesure inverse. Bien entendu, le succès d'une telle politique dépend du caractère nécessaire, voire essentiel, de ces importations, y compris dans un contexte de réduction du pouvoir d'achat. Il n'en reste pas moins que les hausses d'impôts ont tendance à déprimer la demande et à réduire les importations, alors que les baisses d'impôts ont l'effet contraire. D'autre part, les réductions d'impôts de 2017 ont aggravé la répartition des revenus aux États-Unis, où les inégalités avaient déjà atteint des niveaux inédits depuis la fin des années 1920. Ce problème spécifique aux États-Unis parmi les grandes économies développées (Graphique 9) a de profondes conséquences sociétales, notamment le désir accru de protectionnisme.

GRAPHIQUE 9 : COEFFICIENTS DE GINI, 2019 OU PLUS RÉCENTS



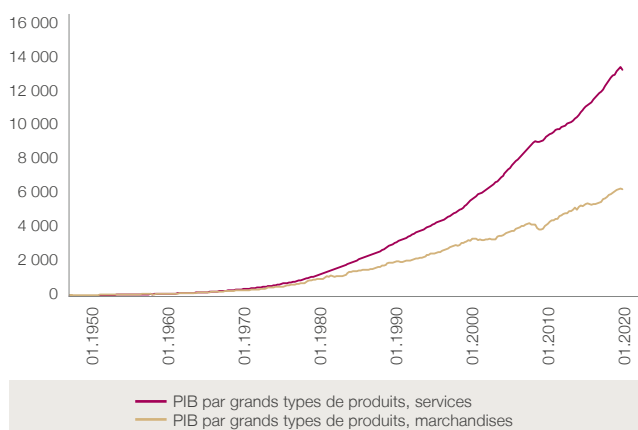
0=égalité parfaite, 1=inégalité maximale  
Sources : OCDE, Indosuez Wealth Management.

La hausse des droits de douane pose un dilemme similaire à celui des hausses d'impôts : si les importations concernées font l'objet d'une demande insensible au prix (les médicaments, par exemple), le déficit commercial peut même s'accroître avec la montée du protectionnisme. Cela semble avoir été le cas au moins jusqu'en décembre 2018, date à laquelle le déficit commercial a atteint un plancher local de 61 milliards de dollars, à partir duquel il s'est quelque peu résorbé. De nouvelles menaces ont récemment été formulées sur le front commercial et il est probable que l'administration américaine persistera dans cette stratégie durant le mandat en cours. Alors que la pandémie a déjà laminé le volume des échanges commerciaux, à plus long terme, la menace protectionniste qui pèse sur les États-Unis et l'économie mondiale semble donc vouée à persister.

## INDUSTRIE VERSUS SERVICES : DYNAMIQUES RESPECTIVES

Le slogan « *Make America Great Again* » révèle les inquiétudes concernant une autre évolution structurelle : la perception du déclin du secteur manufacturier. Nous parlons de « perception », car la production manufacturière a augmenté presque constamment depuis que le secteur a été dépassé par celui des services à la fin des années 1950 (Graphique 10). Certes, la part de l'industrie manufacturière dans l'économie a reculé en dessous de 11 % aux États-Unis et de 20 % dans la plupart des économies avancées. Cependant, cette situation est due à une croissance plus rapide des services et non à un déclin de l'industrie manufacturière. Au niveau mondial, l'économie repose aujourd'hui à 65 % sur les services, tandis que même en Chine, le secteur des services est désormais plus important que le secteur manufacturier. À cet égard, il est intéressant de noter que la balance commerciale américaine des services est excédentaire, sans parvenir toutefois à compenser le déficit des échanges de marchandises. Mettre l'accent sur cet atout renforcerait probablement l'économie américaine.

GRAPHIQUE 10 : PIB DES ÉTATS-UNIS PAR SECTEUR, EN MILLIARDS USD



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

Bien entendu, l'examen des secteurs au prisme de l'emploi brosse un tableau moins optimiste de l'industrie manufacturière. Dans un premier temps, le nombre d'emplois dans le secteur est passé de 9 millions en 1939 à près de 20 millions en 1979, année où la tendance s'est inversée, principalement en raison des gains de productivité liés à la technologie. Fortement ébranlé par la crise de 2008, l'emploi manufacturier a chuté à 11,5 millions de personnes en 2009, pour s'améliorer ensuite et atteindre 12,4 millions de personnes en 2016. Un record de 12,9 millions d'emplois manufacturiers a été atteint en novembre 2019, ce qui correspond à une progression de 500 000 emplois sous l'administration Trump. La pandémie a toutefois ramené ce nombre à 11,5 millions en avril 2020, alors qu'un recul plus prononcé se profile dans les mois à venir. Dans le même temps, le nombre d'emplois dans le secteur privé des services est passé de 14,9 millions en 1939 à 108 millions en février 2020, avant de plonger à 90,6 millions en avril 2020. Le taux de chômage, qui a déjà progressé jusqu'à 14,7 % en avril, devrait encore augmenter avant de repasser sous la barre des 10 % vers la fin de l'année. Le retour vers un taux de chômage proche de 3,5 % – le niveau qui prévalait au mois de février 2020 – prendra certainement beaucoup plus de temps.

## DÉFICIT D'INVESTISSEMENT

L'investissement des entreprises a représenté près de 11 % du PIB américain sur la période 1948-1975. Il a ensuite atteint 13 % du PIB sur la période 1975-2019, avec une accélération au-delà de 15 % dans les années 1980. En ce qui concerne la croissance des investissements, elle a chuté de 21,2 % en 2009 (taux annualisé corrigé des variations saisonnières), avant de rebondir de 14,1 % en 2010 – un mouvement qui pourrait préfigurer l'évolution de la période 2020-2021. Ce taux de croissance a ensuite reculé entre 2010 et 2019, année où il s'est établi à +1,8 % malgré trois trimestres négatifs. De manière générale, l'argent n'est pas un problème. De nombreuses grandes entreprises disposent d'importantes liquidités – ou en disposaient avant la pandémie – et les taux d'intérêt demeurent à des niveaux planchers. En outre, le taux d'épargne des ménages est raisonnablement élevé en pourcentage du revenu disponible. Après un creux de 5,7 % en 2010, il s'est établi désormais à un niveau moyen de 7,4 %. La survenue de la pandémie a même propulsé ce taux d'épargne à 13 % en mars 2020. C'est pourquoi, avant la pandémie, de nombreuses entreprises préféraient racheter leurs propres actions (voire absorber des concurrents), plutôt que d'engager des investissements supplémentaires. Si ces deux phénomènes bénéficient globalement au cours des actions, ils ne sont pas nécessairement favorables à l'économie dans son ensemble.



Washington DC, États-Unis

## CONCURRENCE ET MOBILITÉ DU TRAVAIL EN DÉCLIN

En effet, les fusions sont susceptibles de limiter la concurrence, ce qui pose problème aux États-Unis (et ailleurs), où le nombre d'entreprises cotées en bourse est passé de 8 090 en 1996 à 4 397 en 2018. Un nombre réduit d'entreprises domine donc chaque secteur et bénéficie d'un pouvoir de fixation des prix à caractère monopolistique, certes apprécié des actionnaires, mais tendant à freiner les performances économiques. Les rachats d'actions entraînent également une hausse des cours, grâce au facteur de rareté relative, sans lien cependant avec les activités de l'entreprise concernée. Cela se traduit par une baisse tendancielle de la compétitivité américaine en termes absolus.

La mobilité de la main-d'œuvre américaine, en déclin depuis le milieu des années 1960, est désormais comparable à celle de l'Europe, à l'exception du facteur linguistique. Elle a diminué en raison d'une augmentation significative des exigences des États en matière de licences professionnelles, ce qui entrave la mobilité interétatique. La prise en charge des soins de santé joue également un rôle : lorsqu'elle est assurée par l'employeur, beaucoup souhaitent s'y accrocher. De même, les prix des logements influencent la mobilité, en décourageant le déménagement dans les zones où les prix sont élevés, mais aussi en encourageant l'emménagement dans des régions ou quartiers plus abordables. Aux États-Unis, le coût du logement constitue aujourd'hui la première cause de déménagement.

## GOVERNANCE À LA DÉRIVE

Sur le plan politique, le surprenant arrêt de la Cour suprême de 2010 (Union de citoyens contre Commission électorale fédérale), consistant à lever toutes les restrictions sur les dons politiques consentis par les entreprises, les syndicats et les particuliers, a entraîné de nombreux dysfonctionnements. Les circonscriptions électorales ont été quasiment transformées en districts à parti unique, tandis que l'inscription des électeurs a été rendue extrêmement compliquée. Aux États-Unis, la participation aux élections présidentielles représente environ 60 % de la population détenant le droit de vote. Ce taux est inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE, qui s'établit à 70 %. La réponse du pays à la pandémie a souligné certains de ces dysfonctionnements.

Une pandémie exige une réponse coordonnée à l'échelle mondiale ou, tout au moins, un effort centralisé au sein de chaque pays. Cela est tout à fait possible dans le cas d'une fédération, comme l'a notamment montré l'exemple de l'Allemagne. Or les États-Unis, sous l'administration actuelle, ne souhaitent guère assumer le rôle de coordinateur mondial que le pays a joué lors de crises sanitaires passées, comme les crises du SIDA ou du virus Ebola. Aucune autre superpuissance n'a pris la relève, même si la Chine est susceptible de se voir confier ce rôle, en particulier si un vaccin devait d'abord être mis au point par ses scientifiques. Conscients de cette menace, les États-Unis ont décidé de supprimer leur financement à l'Organisation mondiale de la Santé en pleine crise, invoquant un parti pris pro-chinois du principal coordinateur *de facto* de la réponse internationale à la crise sanitaire. Si cette décision doit servir de modèle au futur comportement des superpuissances, elle rappelle les années 1920 et suivantes, période durant laquelle le cours des événements était fortement influencé par les partis politiques.

Un autre scénario est cependant possible. Cette pandémie pourrait amener les populations à considérer que diriger un pays et gérer des crises mondiales constituent des tâches complexes, nécessitant des dirigeants expérimentés. Le Royaume-Uni semble suivre cette voie avec l'élection du nouveau chef du Parti travailliste, tandis que le Premier ministre Boris Johnson a indéniablement changé de comportement. Bien entendu, la question clé concerne le résultat de l'élection américaine, prévue le 3 novembre 2020.

Une grande incertitude entoure cet événement, y compris son organisation concrète. Bien que le candidat démocrate présumé soit désormais Joe Biden, le congrès du parti a été reporté au mois d'août, sachant que cette date n'est pas confirmée à ce stade. Si l'on met de côté les questions de logistique, la réélection de Donald Trump n'est guère assurée. Alors que Hillary Clinton ne réunissait pas, en 2016, un soutien massif dans son camp, le Parti démocrate semble uni autour de Joe Biden, ce qui constitue une différence de taille. Si la plupart des partisans de Bernie Sanders ont rejeté Hillary Clinton lors de la précédente élection, les dirigeants de l'aile gauche du parti soutiennent aujourd'hui Joe Biden. De fait, un Parti démocrate uni menace grandement la réélection de Donald Trump.

Les sondages nationaux effectués au mois d'avril suggèrent que Joe Biden l'emporterait contre Donald Trump avec une marge comprise entre 4 % et 11 %. En 2016, Hillary Clinton avait remporté le vote populaire avec une marge de 2 %. S'il est difficile de traduire les préférences de vote nationales au niveau des grands électeurs, Joe Biden devrait probablement remporter le vote populaire avec une marge d'au moins 5 % pour obtenir la majorité des votes des grands électeurs. Difficile à anticiper dans le contexte de pandémie de COVID-19, la participation sera la clé du scrutin. La participation des électeurs âgés de 18 à 29 ans a augmenté en 2016, mais elle reste faible par rapport à celle des personnes âgées de 65 ans ou plus (le taux de participation s'établit à 46 % pour les premiers, contre 71 % pour les seconds).

Quant à la cote de confiance du Président Donald Trump, elle a atteint une moyenne de 43,6 % en avril, contre près de 46 % un mois plus tôt. Ce taux est supérieur à la moyenne de son mandat – 40 % –, mais inférieur à la moyenne de 53 % obtenue par les Présidents américains depuis 1938. Malgré une forte polarisation politique, les Américains ont une vision plutôt homogène de la réponse apportée à la pandémie. Selon le Pew Research Center, 66 % des personnes interrogées estiment que Donald Trump rouvre l'économie trop tôt, 65 % jugent que sa réaction a été trop lente et 61 % pensent que les informations sur lesquelles s'appuie Donald Trump pour gérer la crise sont inexactes.

## OPINION EN MOUVEMENT

Les attitudes ont également évolué sur d'autres enjeux politiques clés. Le soutien des Américains au libre-échange a progressé à 56 %. D'autre part, pas moins de 67 % des personnes interrogées sont favorables à l'immigration. Enfin, 54 % d'entre elles sont favorables à ce que le gouvernement fédéral mette en œuvre un système de protection universelle maladie. La polarisation demeure élevée, 63 % des Américains déclarant que la nation est divisée, mais ce chiffre est en baisse par rapport aux 76 % de

septembre 2019. Il est difficile d'estimer l'impact de ces tendances sur le scrutin, mais une victoire de Donald Trump ne doit pas être considérée comme acquise.

À quoi pourrait ressembler le positionnement politique de l'Amérique en cas d'accès de Joe Biden à la présidence ? La liste ci-dessous présente certaines des mesures auxquelles il est favorable :

- Augmentation du salaire minimum à 15 dollars l'heure.
- Congés familiaux et congés maladie payés.
- Allègement de la dette des étudiants.
- Augmentation du salaire des enseignants.
- Taxation des émissions de carbone.
- Fin des nouveaux baux pétroliers et gaziers sur le territoire fédéral.
- Extension de la loi sur les soins à prix abordables.
- Financement des investissements d'infrastructure par une hausse de l'impôt sur les sociétés (qui restera inférieur au niveau prévalant avant 2017) et de l'imposition des plus fortunés.
- Augmentation de l'impôt sur les plus-values.
- Renforcement du budget de la défense.
- Examen d'éventuelles mesures anti-monopoles dans le secteur technologique.
- Renoncement aux droits de douane ciblant certains pays.
- Adhésion au CPTPP (l'accord commercial transatlantique dont les États-Unis se sont retirés).
- Suppression du droit de dépenser des fonds illimités dans les campagnes politiques.

Quoi que l'on puisse penser de ces mesures, elles se révèlent globalement moins favorables aux entreprises que celles de l'administration actuelle. En outre, elles risquent d'accroître significativement la présence du gouvernement dans l'économie, sans compter que d'autres politiques visant la résilience et la préparation aux crises futures seront probablement adoptées ultérieurement (par exemple, l'augmentation du salaire des travailleurs de la santé). Nombre de ces politiques seraient bénéfiques à l'économie à long terme, par exemple en améliorant la répartition des revenus. Cela étant dit, ce qui est bon pour l'économie n'est pas toujours favorable aux performances des marchés boursiers à court terme, et vice-versa. Les perspectives de l'économie et des marchés financiers américains dépendent singulièrement du résultat des élections de 2020, et si la question de la présidence est essentielle, celle de la majorité au Congrès ne l'est pas moins. En supposant que Joe Biden remporte la présidence sans que les Démocrates parviennent à obtenir la majorité au Sénat, l'adoption des mesures mentionnées ci-dessus sera compliquée. Il est certes possible de renverser la majorité au Sénat, mais cela s'annonce difficile. Les Démocrates doivent gagner 4 nouveaux sièges, sachant que 4 États sont actuellement indécis – autrement dit, le Parti démocrate devrait remporter l'intégralité de ces scrutins. En l'absence d'un tel résultat, seul un renouvellement en profondeur du Parti républicain serait susceptible de faire progresser l'agenda de Joe Biden.

## CHINE, RÉGION ASIE-PACIFIQUE

La Chine a contribué, ces dernières années, à environ un tiers de la croissance de l'économie mondiale. L'année passée, l'économie chinoise a représenté 1,14 point de pourcentage de la croissance du PIB mondial, qui a atteint 2,9 %. Cette année, sa contribution tombera probablement à 0,37 point de pourcentage. En termes absolus, cela demeure nettement supérieur aux contributions négatives que nous attendons des États-Unis et de la zone euro, mais l'ampleur de la baisse sera plus importante en Chine que dans les autres grandes puissances économiques.

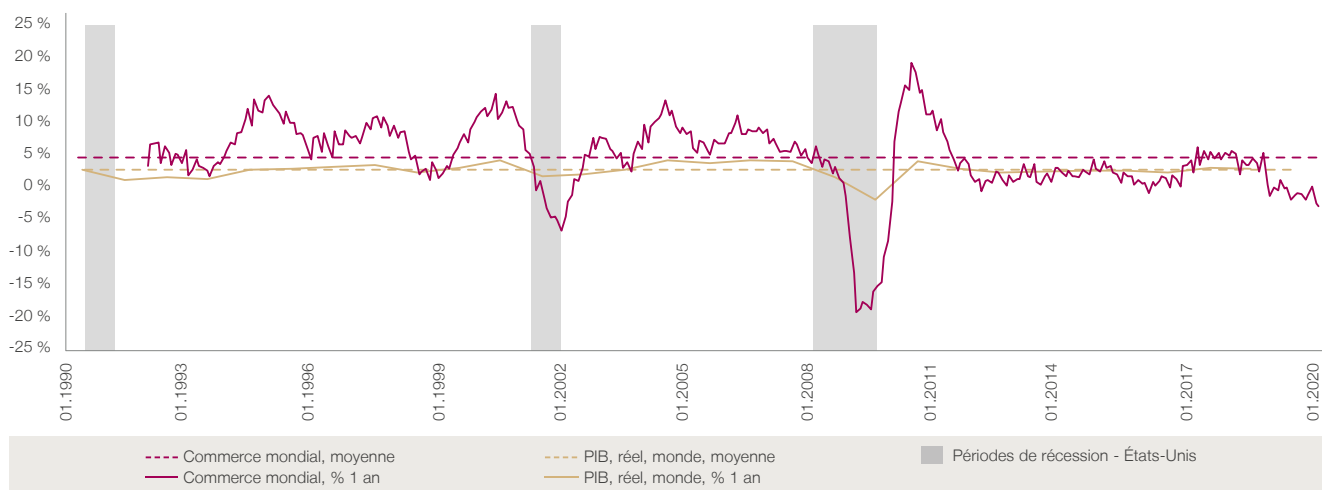
Lorsque la Chine a connu (brièvement) un taux de croissance du PIB de 15 %, la taille de l'économie était bien plus réduite. Pendant la période qui a vu son taux de croissance baisser progressivement jusqu'à 6 % en 2019, la taille de l'économie a cependant plus que doublé. En conséquence, la Chine a davantage contribué à la progression du PIB mondial durant la période où sa propre croissance était relativement moins rapide. Si la crise de la COVID-19 a interrompu cette tendance, il est important de noter que la Chine et l'Inde sont les deux seuls pays susceptibles d'apporter une contribution positive au PIB mondial cette année, selon nos prévisions. Lorsque l'économie mondiale retrouvera une certaine normalité, il est probable que l'influence économique de la Chine continuera de croître, dans un contexte de baisse tendancielle du taux de croissance du PIB. Nous pouvons imaginer que ce taux atteindra potentiellement 2 % vers le milieu du siècle, date à laquelle le pays abritera probablement la première économie mondiale. L'économie chinoise pourrait ainsi représenter 20 % de l'économie mondiale en 2050, contre 18 % actuellement (en parité de pouvoir d'achat, selon une étude de PWC datant de 2017). Sur la même période, le poids de l'Inde pourrait plus que doubler, passant de 7 % aujourd'hui à 15 %

en 2050, ce qui en ferait la deuxième économie mondiale. Les États-Unis se retrouveraient en troisième position, leur part dans l'économie mondiale passant de 16 % à 12 %, tandis que l'Union européenne pourrait voir sa part passer de 15 % aujourd'hui à 9 % dans les 30 prochaines années. À l'avenir, la majeure partie de la croissance proviendra sans aucun doute de l'Asie.

Cependant, le recul de la part de certains pays dans l'économie mondiale ne correspond nullement à une baisse de la croissance ou de la richesse. Ce recul signifie simplement que d'autres pays connaissent une croissance plus rapide. Néanmoins, l'essor de la Chine suscite beaucoup de crainte parmi les pays dont l'importance relative est contestée, non seulement en termes économiques, mais aussi en termes d'influence politique, tant cette dernière va de pair avec une puissance économique accrue. Ces tendances étaient déjà visibles avant la crise de la COVID-19, comme l'a notamment illustré la guerre commerciale imposée par l'administration américaine (Graphique 11). Aujourd'hui, il est plus difficile que jamais de prédire l'équilibre mondial des puissances, car l'analyse du comportement des superpuissances pendant la crise prendra du temps, tout comme l'évaluation finale des retombées économiques.

En 2017, le président Xi a proclamé que la Chine était désormais « aux commandes » des affaires internationales et qu'elle comptait « se rapprocher du centre de la scène et apporter une plus grande contribution à l'humanité ». On peut débattre de ce que cela signifie réellement, alors que le pays s'est montré hésitant à assumer de telles responsabilités durant la crise actuelle.

GRAPHIQUE 11 : CROISSANCE DU COMMERCE MONDIAL ET DU PIB MONDIAL, EN % ET EN MOYENNE, MIS EN REGARD AVEC LES PÉRIODES DE RÉCESSION



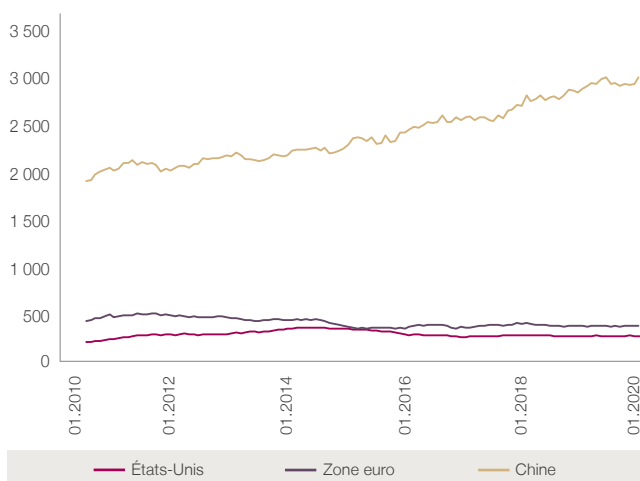
Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.



Pékin, Chine

Le système financier chinois est source de préoccupations, car le niveau d'endettement total du pays a atteint 300 % du PIB (en incluant la dette des ménages, des entreprises et du gouvernement – T1 2019, Institute of International Finance), un chiffre qui explique en partie la réponse relativement tiède de la Chine à la crise de la COVID-19, par rapport aux pays occidentaux. Néanmoins, s'il est probable que de nombreuses banques chinoises sont confrontées à des créances douteuses, les plus grandes banques sont détenues par l'État et prêtent principalement à des entreprises publiques. Forte de ses 3 060 milliards de dollars de réserves de change, la Chine est mieux armée que n'importe quel autre pays pour combattre une crise financière (Graphique 12).

### GRAPHIQUE 12 : RÉSERVES DE CHANGE : CHINE, ÉTATS-UNIS ET ZONE EURO, EN MILLIARDS USD



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

En outre, si les taux d'intérêt offerts sur les dépôts et les prêts ont été libéralisés, ils offrent des marges élevées et renforcent la rentabilité des banques. Enfin, l'essentiel de la dette chinoise est émis en monnaie locale et détenu par des investisseurs nationaux, ce qui réduit encore le risque d'une crise financière, malgré un niveau d'endettement élevé.

Lors des élections organisées le 15 avril en Corée du Sud, le parti au pouvoir du président Moon Jae-in, le Minjoo (Parti démocrate), a remporté une victoire sans précédent et obtenu 180 sièges à l'Assemblée nationale – qui en compte 300 –, contre 123 auparavant. Ce résultat est néanmoins inférieur à la majorité des 2/3 nécessaire pour adopter une réforme constitutionnelle, mais il permettra de mettre fin à l'impasse parlementaire.

Au Japon, Shinzo Abe verra son mandat expirer en septembre 2021. Il a battu en novembre 2019 le record de longévité d'un Premier ministre japonais et la majorité de son parti a fait du Japon un havre de paix relatif ces derniers temps, alors que de nombreuses économies avancées ont connu d'importants bouleversements politiques. Le règlement du parti devrait être modifié pour que Shinzo Abe puisse rester à la tête du pays au-delà du mois de septembre de l'année prochaine. À en juger par les récents sondages, cette perspective ne bénéficie pas d'un soutien massif de l'opinion, et un changement de Premier Ministre pourrait se traduire par un gouvernement moins stable après les élections de l'automne 2021. Entre-temps, le *policy-mix* japonais a géré la crise de manière très active, avec l'une des réponses budgétaires les plus importantes (en % du PIB), une meilleure capacité à contrôler la pandémie et une banque centrale ayant annoncé des achats illimités de dette publique.



## AGGRAVATION DE LA PAUVRETÉ

L'Australie a enregistré 28 années de croissance positive ininterrompue, une série extraordinaire à laquelle la pandémie vient de mettre fin. Alors que son économie dépend de la Chine et des matières premières, les performances du pays seront naturellement liées à l'évolution de ces deux éléments.

L'Inde, de son côté, doit gérer la mise à l'arrêt d'une économie de 1,3 milliard d'habitants, dont plus de 75 % des travailleurs se trouvaient dans le secteur informel en 2018, selon les estimations de la Banque mondiale. Pour la plupart, ces travailleurs ne bénéficient actuellement d'aucun salaire, d'aucune indemnité et d'aucun congé maladie. Le gouvernement a adopté un plan d'aide de 22 milliards de dollars, tandis que la Banque centrale indienne a complété sa baisse des taux par des injections de liquidités atteignant 63 milliards de dollars. De nombreuses mesures ciblées ont été introduites, notamment une aide alimentaire, un soutien aux exploitations agricoles, une allocation de 1 000 roupies pour les ménages vulnérables, des prêts sans garantie, une couverture d'assurance pour les travailleurs de la santé et un assouplissement des règles sur les faillites. Le défi est énorme, puisqu'il s'agit de protéger des millions de personnes vivant dans des bidonvilles surpeuplés. Le fait que 80 % de la population ait moins de 44 ans et que l'on puisse donc anticiper des symptômes du virus moins prononcés est sans doute une chance, mais l'augmentation du nombre de tests a montré une progression de l'épidémie et la période de confinement a été prolongée. D'un autre côté, le fait que la population soit si jeune constitue également un défi particulier. Jusqu'à un million de jeunes entrent sur le marché du travail chaque mois, et il faudrait normalement que l'économie croisse à un rythme de 8 % par an pour les absorber en totalité. Comme dans de nombreuses autres économies, la pression en faveur d'un effort budgétaire accru est forte. Un tel effort pourrait toutefois nécessiter une action monétaire supplémentaire afin de contrôler les coûts du service de la dette et augmenterait le risque de voir les agences de notation dégrader la note du pays.

En réponse à la crise de la COVID-19, les pays en développement d'Asie ont déployé des programmes de soutien à hauteur de 3,7 % du PIB, contre une moyenne mondiale de 11 % (CESAP). Les soldes budgétaires des administrations publiques, qui représentaient -6 % du PIB en Asie en 2019, devraient se détériorer pour atteindre -10 % du PIB en 2020. Le risque de change est à surveiller dans la région, en raison des politiques accommodantes et de l'aversion générale pour le risque. De nombreuses devises asiatiques se sont dépréciées d'environ 5 % depuis le début de l'année par rapport au dollar américain, ce qui n'est toutefois rien comparé à la dépréciation d'environ 25 % observée dans certaines économies reposant sur les matières premières. Fondamentalement, les pays affichant des comptes courants déficitaires sont susceptibles de voir leurs devises se déprécier rapidement. À cet égard, les faibles prix du pétrole offrent un certain répit, car la plupart des économies asiatiques sont des importateurs nets de combustibles fossiles.

Le FMI, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement ont promis une aide de plusieurs milliards de dollars, tandis que le G20 a accordé des délais de grâce pour le remboursement de la dette des pays à faible revenu et que des aides supplémentaires seront probablement accordées par la suite. Néanmoins, alors que le monde développé s'efforce d'assouplir les mesures de confinement, le pire est certainement à venir dans les pays en développement.

La Banque mondiale prévoit que l'Afrique subsaharienne sera la région la plus touchée, pas nécessairement au regard du nombre de cas de COVID-19, mais en termes d'augmentation de la pauvreté. Au niveau mondial, la pauvreté devrait augmenter cette année pour la première fois depuis 1998, l'extrême pauvreté étant susceptible de toucher 50 millions de personnes supplémentaires.



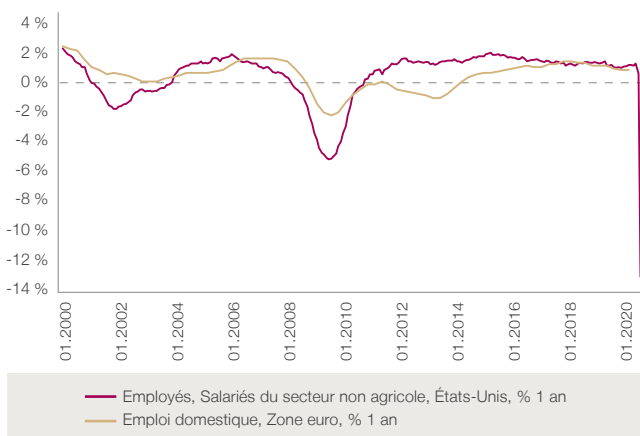
Melbourne, Australie

## ZONE EURO

Depuis sa création, la zone euro est confrontée à la perception générale que l'union monétaire est vouée, à terme, à l'échec. Cela repose sur les travaux importants menés dans les années 1960 par Robert Mundell, entre autres, sur le thème des zones monétaires optimales. Il subsiste de ces travaux l'idée selon laquelle les unions monétaires nécessitent des transferts budgétaires internes, d'autant plus importants que la mobilité de la main-d'œuvre est faible au sein de l'union. Or, de toute évidence, le monde a évolué depuis une soixantaine d'années. La mobilité de la main-d'œuvre au sein de l'Union européenne a doublé depuis 2000, tandis qu'aux États-Unis, le Bureau du recensement signale que les changements de poste ont diminué de 25 % entre 1997 et 2013. Les facteurs contribuant à ce qu'un plus grand nombre d'Américains conservent le même emploi sont l'augmentation des exigences en matière de licences professionnelles (ces dernières tendent à être délivrées au niveau des États et découragent donc la mobilité interétatique), le coût de l'assurance maladie (qui incite à rester chez l'employeur qui la fournit) et le coût du logement, susceptible de favoriser ou d'empêcher un déménagement. À cet égard, la différence actuelle entre les États-Unis et l'Europe se résume essentiellement aux barrières linguistiques. En outre, le bilan de la zone euro en matière d'emploi est comparable à celui des États-Unis, étant donné que l'Europe a connu en 2011-2012 une deuxième crise dont les États-Unis n'ont pas souffert (Graphique 13).

Il est néanmoins incontestable qu'une union budgétaire renforcerait l'Union monétaire européenne. Toutefois, l'union monétaire américaine a survécu pendant quelque 70 ans – de la fin de la guerre de Sécession (1865) au second New Deal (1935-1936) – avant d'être complétée par une union budgétaire. De son côté, l'Union monétaire européenne a été créée en 1992 par le traité de Maastricht, tandis que l'euro a été introduit en 1999. À 21 ans, l'euro est encore très jeune par rapport au puissant dollar, et si l'union budgétaire ne recueille qu'un faible soutien en Europe à l'heure actuelle, la situation est susceptible d'évoluer grandement en 50 ans, comme ce fut le cas pour le dollar américain.

**GRAPHIQUE 13 : CROISSANCE DE L'EMPLOI AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO, GLISSEMENT ANNUEL, EN %**



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.

La pandémie de COVID-19 pourrait en outre accélérer le changement. Si les membres de la zone euro se sont refusés à mutualiser directement le fardeau de la dette, toutes les règles du jeu ont été assouplies au cours de cette crise. Les difficultés traversées par l'Italie jouent un rôle moteur dans ce processus, tout comme celles de la Grèce par le passé. Malgré une réponse quelque peu tardive et maladroite à la situation désastreuse de l'Italie face à l'épidémie de COVID-19, il faut reconnaître que l'Europe a réagi bien plus rapidement que durant la crise de 2008. À l'époque, il avait fallu 4 ans et une seconde crise en 2011-2012 pour que l'Europe « se ressaisisse ». Dans la crise actuelle, elle a mis en place de nouveaux programmes en quelques semaines, alors que d'autres initiatives sont prévues. La BCE s'est engagée à une extension illimitée de ses programmes d'aide, tandis que la Commission et le Conseil européens préparent des mesures supplémentaires. Grâce à ce soutien, les pays membres de l'UE sont en effet libres de dépenser « tout ce qui sera nécessaire » pour atténuer les effets de la pandémie. S'il est peu probable que la gestion de la crise par un pays ou une région donnée soit rétrospectivement jugée parfaite, l'Europe a incontestablement tiré d'importantes leçons de la Crise financière mondiale.

L'impact budgétaire n'en sera pas moins sévère. Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui s'établissait à -0,7 % du PIB en 2019, va probablement se rapprocher de -8 % du PIB cette année. En Allemagne, un déficit dépassant -5 % du PIB devrait succéder à l'excédent budgétaire de l'année dernière (+1,4 % du PIB). L'Italie, la France et l'Espagne pourraient quant à elles enregistrer des déficits compris entre -8 % et -10 % du PIB. Si l'Italie affiche le déficit le plus faible de ce trio, elle détient toujours le ratio dette/PIB le plus élevé, ce qui reste un facteur de déstabilisation de l'Union européenne.

La décision du Royaume-Uni de quitter l'Union a ajouté à ses malheurs, bien que le pays n'ait jamais adopté l'euro. De nombreux observateurs craignent que l'Italie adopte un jour une décision similaire. La prochaine élection présidentielle est prévue en 2022, avant l'organisation d'élections générales en mai 2023. Un changement pourrait intervenir plus tôt – le pays a eu 68 gouvernements différents en 73 ans –, mais aucun parti ne prendra la responsabilité d'une déstabilisation politique au beau milieu de la pandémie actuelle.

Un sondage réalisé en mars 2020 par l'agence de presse Dire a révélé que 67 % des Italiens considéraient désormais l'adhésion à l'UE comme un handicap, contre 47 % en novembre 2018. Bien entendu, on peut également trouver des preuves du contraire. Par exemple, un sondage Censis datant de la fin 2019 a révélé que seulement 25 % des Italiens étaient favorables à l'idée de quitter l'Union européenne. Les autres pays membres demeurent très engagés, comme le montre l'évolution de la position allemande en faveur de solutions de financement à l'échelle régionale.

Nous sommes profondément convaincus que l'euro survivra en conservant ses membres actuels, comme ce fut le cas en 2011-2012.

## AMÉRIQUE LATINE

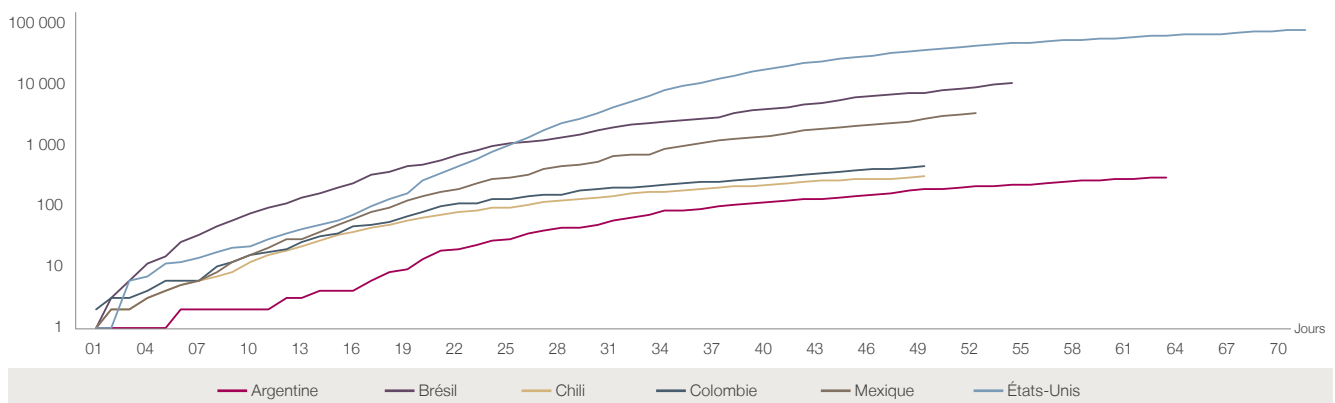
Par rapport au reste du monde, la pandémie de COVID-19 a touché l'Amérique latine avec retard (Graphique 14). Jusqu'à présent, les efforts déployés pour contenir le virus ont apparemment permis de ralentir l'épidémie, mais la plupart des pays n'ont pas encore atteint le pic de nouveaux cas. De nombreux pays latino-américains ont adopté des mesures de distanciation sociale plus tôt qu'en Europe et aux États-Unis et des signes indiquent, dans toute la région, un ralentissement de l'épidémie. Toutefois, le manque de ressources, notamment en matière de tests et de structures de soins, se traduit par une situation globalement délicate.

Au Brésil, le scénario est particulièrement complexe. En passe de devenir l'un des points chauds de la pandémie, le pays est également confronté à une crise politique causée par l'opposition du Président Bolsonaro aux mesures de contrôle de l'épidémie mises en place par les gouvernements locaux. La crise politique s'est aggravée avec la démission de son Ministre de la justice, Sergio Moro, qui a quitté le gouvernement en dénonçant les tentatives d'ingérence du président dans l'action de la police fédérale. L'aggravation de la crise politique a incité le président à entamer des négociations pour former une coalition plus large au Congrès, ce qu'il refusait d'envisager depuis le début de son mandat. Grâce à cette concession, le Congrès a jusqu'à présent ignoré l'agitation politique et approuvé une législation d'urgence pour lutter contre la crise. Les mesures adoptées incluent un programme de soutien aux gouvernements locaux, la levée temporaire des règles budgétaires et la fourniture d'outils supplémentaires à la banque centrale, qui renforcera la liquidité des marchés obligataires publics et privés à travers l'achat d'actifs. Au total, les mesures budgétaires annoncées par le gouvernement représentent près de 4,6 % du PIB. La politique monétaire est également mobilisée. La banque centrale a déjà réduit son taux directeur de 4,5 % à 3,25 % depuis le début de l'année et une réduction supplémentaire susceptible d'atteindre 75 points de base pourrait être décidée lors de la prochaine réunion. L'inflation et les anticipations d'inflation sont en recul, dans un contexte d'effondrement de la demande et de creusement de l'écart de production.

Nous estimons que cette tendance se poursuivra à court et à moyen terme, ce qui justifie la position accommodante de la banque centrale. Si les risques d'inflation, limités à court terme, ne constituent pas une contrainte, la forte dépréciation de la devise observée depuis le début de l'année pourrait faire peser certains risques sur la stabilité financière du pays. Dans un tel cas de figure, l'assouplissement monétaire pourrait s'avérer contre-productif. Nous pensons que ces risques sont actuellement limités par le faible niveau d'endettement et d'exposition au risque de change des entreprises, ainsi que par la capitalisation satisfaisante du système bancaire. Toutefois, les mesures de relance budgétaire et monétaire ne suffiront pas à empêcher une forte récession. Nous prévoyons une chute de 4,7 % du PIB en 2020, avant une reprise de 4,3 % l'année prochaine, les risques associés à ce scénario étant clairement orientés à la baisse.

Le Mexique éprouve également des difficultés à contenir l'épidémie et son économie risque d'être gravement touchée. Le pays, dont l'économie se dirigeait déjà vers une récession avant le choc épidémique, n'est pas dans une position idéale pour affronter la crise. Les liens avec l'économie américaine, la taille du secteur touristique et la chute des prix du pétrole risquent de provoquer une profonde récession cette année. En outre, les mesures économiques adoptées par le gouvernement ont été moins audacieuses que dans la plupart des autres pays de la région. La politique budgétaire s'est essentiellement concentrée sur l'élargissement de l'accès au système de santé et le renforcement des programmes sociaux. Le très probable soutien du gouvernement à Pemex contribue également à détériorer les perspectives budgétaires. Quant à la banque centrale, elle a intensifié sa réponse à la crise depuis le mois de mars, en ramenant son taux directeur de 7 % à 6 % et en annonçant une série de mesures visant à stimuler la liquidité sur les marchés du crédit et des changes. Nous estimons que l'économie mexicaine se contractera d'au moins 5 % cette année avant de connaître une lente reprise, avec une croissance de 3,8 % en 2021.

GRAPHIQUE 14 : DÉCÈS CONFIRMÉS DUS À LA COVID-19



Sources : JHU CSSE, Indosuez Wealth Management.



Buenos Aires, Argentine

En ce qui concerne l'Argentine, le pays est globalement parvenu à « aplatis la courbe » en adoptant précocement des mesures très strictes. La situation macroéconomique, déjà désastreuse, s'est toutefois encore détériorée. L'Argentine est désormais en défaut de paiement et les négociations avec les créanciers sont en cours. Compte tenu du recul sévère de la croissance et de l'affaiblissement de la devise, le taux de recouvrement de la dette devrait être assez faible. De plus, contrairement à ce que nous prévoyons pour le reste de la région, l'inflation restera problématique, car le gouvernement recourt de plus en plus à la monétisation pour couvrir ses dépenses. Si nous restons convaincus qu'une réduction progressive de la dette est possible, une fois le processus de renégociation terminé, une inflation non contrôlée à moyen terme constitue un risque croissant. Nous pensons que l'Argentine sera le pays le plus durement touché, avec une contraction du PIB d'au moins 6,1 % en 2020, précédant un redressement de 3,4 % en 2021.

Les perspectives du Chili et de la Colombie semblent plus encourageantes, alors que les deux pays parviennent relativement bien à contrôler l'épidémie. Cette bonne performance devrait faciliter et accélérer le processus de réouverture de leurs économies. Au Chili, la situation budgétaire est nettement plus saine que dans le reste de la région, ce qui

accorde au gouvernement une plus grande marge de manœuvre pour augmenter les dépenses à court terme sans être confronté aux mêmes risques que ses voisins. Paradoxalement, la crise sanitaire et économique a offert un certain répit au gouvernement dans la crise politique en cours. Le référendum sur l'adoption d'une nouvelle constitution a été reporté d'avril à octobre, tandis que la cote de popularité du président Pinera s'est améliorée. Bien qu'une forte récession soit inévitable, elle pourrait selon nous s'avérer moins sévère et moins durable que dans la plupart des autres pays, avec une contraction de -3,5 % du PIB cette année.

Pour d'autres raisons, la Colombie devrait également enregistrer des performances supérieures à la moyenne. Le pays est moins dépendant du secteur des services, ce qui contribuera à limiter l'impact de la crise sur la croissance à court et moyen termes. Il dispose en outre d'un potentiel de croissance plus élevé et peut s'appuyer sur une meilleure dynamique pré-crise. Si la Colombie présente certaines vulnérabilités – position budgétaire fragile et exposition aux prix du pétrole –, elle devrait globalement afficher de bonnes performances relatives. Nous pensons que l'économie, après une contraction proche de -3 % cette année, sera probablement bien positionnée pour un rebond en 2021.

## MOYEN-ORIENT

A l'instar du reste du monde, le Moyen-Orient est touché à la fois par la pandémie de COVID-19 et par la variation (à la baisse) des prix du pétrole. L'évolution de l'une comme de l'autre reste difficile à prévoir.

Toutefois, la densité de la population et le pourcentage de la population urbaine peuvent nous aider à évaluer la probable sévérité de la pandémie au niveau régional. Plus la concentration de la population est importante, plus la probabilité d'une épidémie sévère est élevée. Les Émirats arabes unis (EAU) ont une densité de population de 136 personnes par kilomètre carré (km<sup>2</sup>) de surface terrestre seulement. Toutefois, la majorité de la population, 87 %, vit dans les villes. Ainsi, la forte proportion de la population qui vit dans les zones urbaines rend la propagation du virus plus facile et plus rapide, ce qui devrait plus que compenser la faible densité de population du pays. Des remarques du même ordre s'appliquent à l'Arabie Saoudite.

La plupart des pays de la région ont imposé des mesures de quarantaine, ainsi qu'un couvre-feu partiel ou plus sévère. Ainsi, le Koweït a suspendu le travail dans le secteur public jusqu'au 31 mai et instauré un couvre-feu entre 16h et 8h du matin. De son côté, l'Arabie Saoudite a mis en place un couvre-feu dans les villes et gouvernorats principaux. Les résidents ne peuvent quitter leur domicile que pour satisfaire des besoins essentiels entre 6h du matin et 15h et doivent rester dans leur zone résidentielle. Le pays a en outre signé un accord avec la Chine qui fournira 9 millions de kits de test, 500 techniciens et 6 laboratoires.

Par ailleurs, la jeunesse de la population pourrait s'avérer un atout quant à la résistance face au coronavirus. En revanche, cette frange de la population souffrait déjà avant la pandémie de difficultés d'accès au marché du travail (le taux de chômage des jeunes y est grosso modo du double de celui de la population en général). Plus généralement, le problème endémique du chômage sera exacerbé par l'expansion de la maladie.

Qu'en est-il de la résilience du système de soins de santé ? Avec 2,4 médecins pour mille habitants, les Émirats arabes unis se classent au même niveau que des pays comme la Pologne ou la Corée du Sud. Le ratio est de 1,3 pour les pays de la région MENA (Moyen-Orient et Afrique du Nord), 1,1 pour le monde arabe et 1,5 pour le monde entier. En termes de disponibilité des lits d'hôpitaux, le ratio des EAU est de 1,2 pour mille habitants, ce qui est inférieur à la moyenne de 1,6 pour la région MENA et à la moyenne mondiale de 2,7. Ces deux indicateurs nous montrent que la capacité de la région à faire face à une crise épidémique est limitée, particulièrement en termes d'espace hospitalier.

Les chiffres relatifs à l'évolution de la pandémie dans la région sont difficiles à trouver. Il faudra sans doute attendre quelque temps avant de pouvoir obtenir des données fiables de nature à confirmer notre analyse. Dans l'intervalle, le Tableau 4 ci-après donne quelques indications quant au nombre de personnes touchées à fin avril, en nombre absolu et en pourcentage de la population.

Il est évidemment trop tôt pour évaluer le coût économique de la pandémie tant nous manquons de point de comparaison. La récession en cours dans les pays matures évoque la crise financière de 2008-2009, alors que la chute du prix du pétrole rappelle le choc de 2015. Il est probable que le coup de frein subi par les pays de la région dépassera celui encouru à ces deux occasions. S'il équivaut à une baisse du PIB réel de 3,1 % en 2020 (hypothèse du FMI), alors la région se situera dans la moyenne du ralentissement mondial, que nous attendons à 3 %. Le choc devrait se faire sentir dans les chiffres du premier trimestre déjà, notamment en Arabie Saoudite où la baisse du PIB nominal pourrait atteindre près de 12 %. Une conséquence particulièrement négative de la pandémie réside dans la pénalisation des efforts de diversification économique entrepris ces dernières années dans la région. En effet, le secteur des services (notamment le tourisme, l'hôtellerie, les transports aériens) qui servait de pôle de croissance alternatif à l'industrie est fortement impacté.

TABLEAU 4 : STATISTIQUES DE LA COVID-19 - MOYEN-ORIENT ET AFRIQUE DU NORD, AVRIL 2020

Région	Nombre de cas	% de la population	Guérisons
Global	3 245 901	0,04	988 540
Iran	94 640	0,11	75 103
Arabie Saoudite	21 402	0,06	2 953
Qatar	12 564	0,44	-
EAU	12 481	0,13	2 429
Égypte	5 268	0,01	1 335
Maroc	4 359	0,01	969

Région	Nombre de cas	% de la population	Guérisons
Koweït	4 024	0,09	1 539
Algérie	3 848	0,01	1 702
Bahreïn	2 921	0,17	1 455
Oman	2 348	0,05	-
Irak	2 003	0,00	1 346
Tunisie	980	0,01	-
Liban	725	0,01	-

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Dubaï, Émirats arabes unis

De son côté, la baisse du prix du pétrole ne remet pas en cause la viabilité économique de la production en Arabie Saoudite, en Iran ou en Iraq. En effet, le coût de production se situe aux alentours de 8 dollars par baril, respectivement 9 et 10,5 dollars dans chacun de ces pays. En revanche, la baisse de prix associée à celle des volumes dégrade fortement leurs finances publiques à un moment où celles-ci sont fortement sollicitées par les mesures de soutien enclenchées dans le cadre de la lutte contre les effets de la pandémie.

La taille du paquet fiscal représente significativement moins que ce qui est prévu dans les pays matures. Toutefois, le ratio dette publique sur PIB ne manquera pas d'augmenter, ce d'autant plus qu'il ne faudra pas compter sur une poussée inflationniste, du moins à court terme. En particulier, certains pays font face à la déflation, puisque la variation des prix à la consommation s'inscrivait à -1,3 % en glissement annuel aux EAU, -1,8 % à Dubaï, -1,4 % au Qatar.

Plus spécifiquement, en Arabie Saoudite un paquet de mesures destinées à aider le secteur privé se montant à 18,7 milliards de dollars a été annoncé. De plus le recours au fonds d'assurance-chômage accroîtra les dépenses de 0,4 % du PIB. En contrepartie, certains postes du budget gouvernemental seront réduits. Toutefois, le solde net correspond bien à un stimulus budgétaire, probablement inférieur à 3 % du PIB. Aux EAU, les autorités ont décidé de mesures fiscales totalisant 7,2 milliards de dollars, soit 2 % du PIB.

Dans un tel contexte, les banques centrales ont suivi le même chemin que leurs consœurs des pays matures en approvisionnant largement l'économie en liquidités. Compte tenu de l'ancrage au dollar américain de nombreuses devises de la région (le riyal saoudien, le riyal qatari, le dinar bahreïni, le rial omani et le dirham des EAU), la baisse des taux d'intérêt opérée par la Réserve fédérale américaine a permis aux instituts d'émission de la région de procéder à leur tour à des réductions de leurs taux directeurs : de 4 % à 2,25 % à Bahreïn, de 2,1 % à 0,5 % à Oman, de 2 % à 1 % au Qatar, de 2,25 % à 1 % en Arabie Saoudite et de 2 % à 0,75 % aux EAU.

À l'instar des autres banques centrales, l'institut d'émission saoudien a mis en place une facilité de financement à hauteur de 2 % du PIB pour permettre aux banques commerciales d'appuyer le secteur privé, particulièrement les PME. De son côté, la banque centrale des EAU a pris diverses mesures totalisant 20 % du PIB pour encourager le crédit au secteur privé.

Pour conclure, rappelons qu'un dé-ancrage du dollar n'est pas à l'ordre du jour dans la région et ne fait pas partie du *policy-mix* envisagé. En particulier, la banque centrale saoudienne a rappelé que les réserves de change couvraient 43 mois d'importations et 88 % de la masse monétaire au sens large (M3).



New York, États Unis

# IMPACT DU POLICY-MIX SUR LES CLASSES D'ACTIFS

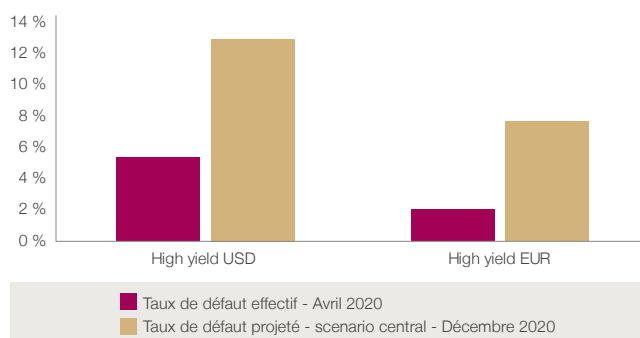
Lorsque l'on s'interroge sur l'impact du *policy-mix* actuellement en train de se dessiner sur les marchés, il convient d'abord de déterminer ce que l'on intègre dans la définition du *policy-mix*. En effet, le niveau élevé de récession attendu cette année trouve sa source dans la décision prise par la plupart des gouvernements de confiner la population et ainsi geler l'activité économique. Nous considérerons ici que le confinement relève de mesures de santé publique et ne fait pas partie du volet budgétaire/gouvernemental du *policy-mix*, et nous nous intéressons ici principalement aux mesures budgétaires et monétaires prises pour lutter contre la récession causée par la mise en confinement des populations.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les marchés de taux (Graphique 15) sont la classe d'actifs la plus directement impactée par le *policy-mix* actuel que l'on résumera ainsi dans ses piliers et ses principales conséquences : une politique budgétaire expansionniste soulevant une question sur sa soutenabilité, et impliquant une politique monétaire structurellement accommodante visant autant à assurer le financement de l'économie que des dettes publiques.

Sur le plan des obligations d'État, la question centrale réside dans la confiance des investisseurs dans le signal des banques centrales et la pérennité de ce soutien : si les marchés sont convaincus que les banques centrales ne sortiront jamais de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) et continueront d'assurer une fonction de refinancement des États et de réassurance du risque périphérique, on peut exclure l'hypothèse de la répétition de la crise souveraine de 2011-2012, et prendre comme hypothèse centrale le fait que la pente de la courbe des taux des pays de l'OCDE ainsi que les *spreads* périphériques en zone euro sont contenus par la BCE même en cas de baisse des notations par les agences de notation.

GRAPHIQUE 15 : TAUX DE DÉFAUT  
DU HIGH YIELD, EN %



Sources : Moody's, Indosuez Wealth Management.

Si des désaccords transparaisent et font naître des doutes sur cette perspective, on peut craindre une renationalisation du risque souverain en zone euro, et une repentification de la courbe des taux venant refléter une dégradation des ratios de dette/PIB. Il convient sans doute de nuancer le propos concernant les dettes souveraines émergentes, notamment en Amérique latine qui sont exposées à la fois au choc macroéconomique mondial mais aussi à la baisse du prix du pétrole, et demeurent dépendantes des flux de capitaux internationaux.

Sur le marché des obligations d'entreprises, la correction de marché de mars reflétait une forte dégradation des fondamentaux ainsi qu'une absence de liquidité. Clairement, cette récession comme les précédentes s'accompagnera de révisions des notations d'agence, d'une hausse des taux de défaut dans le segment de la dette à haut rendement, et de manière plus significative sur les secteurs industriels les plus affectés comme l'énergie, l'automobile, le transport aérien, la distribution spécialisée ou l'immobilier commercial. En revanche, le *policy-mix* actuel consistant d'un côté sur le plan fiscal à prévoir des abaissements ou reports d'imposition et à subventionner le chômage partiel, et de l'autre sur le plan monétaire à augmenter et étendre les achats d'actifs aux obligations d'entreprises est un facteur de soutien puissant. Par ailleurs, les nombreux mécanismes d'aide au refinancement des entreprises mis en place conjointement par les gouvernements et les banques centrales sont de nature à limiter l'augmentation des faillites d'entreprises. *In fine*, tout dépendra de la durée du confinement et de la vigueur de la reprise pour contenir la hausse des taux de défaut.

La compression des primes de crédit a commencé à s'opérer dès la fin mars et a réagi ensuite très vite aux annonces de la Réserve fédérale début avril. En cela, les marchés du crédit trouvent souvent leur point bas en amont du point bas macroéconomique, et c'est le double volet signal des banques centrales et amélioration de la liquidité qui a permis d'engager un rebond des obligations d'entreprises.

Enfin, notons que la position des gouvernements et régulateurs européens sur les dividendes des entreprises du secteur financier constituent un catalyseur positif pour les détenteurs d'obligations subordonnées dont les coupons sont davantage sécurisés, à condition toutefois que le secteur ne subisse pas de pertes en raison des politiques de provisionnement.





Stellenbosch, Afrique du Sud

## MARCHÉS ACTIONS

Les analystes actions s'attendent généralement à ce qu'une baisse d'un point de la croissance économique (Graphique 16) se traduise théoriquement par une baisse des profits d'approximativement 10 % ; mathématiquement cela impliquerait une baisse de plus de 50 % des résultats mais cela n'intègre probablement pas tous les effets de soutien du *policy-mix* puissant actuellement mis en œuvre.

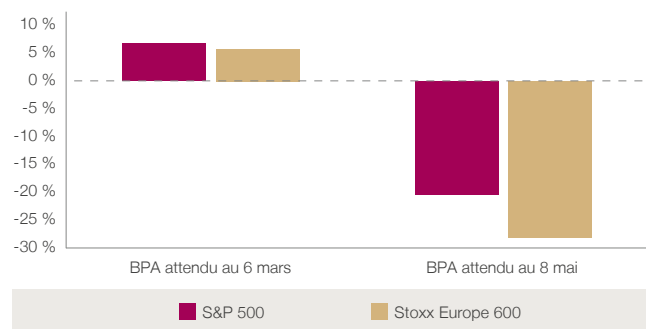
La question posée par la politique budgétaire aux marchés actions est double :

- À court terme, les mesures d'accompagnement exceptionnelles mises en place par les gouvernements pourraient atténuer l'effet de la récession à la fois sur le plan des résultats (par exemple les aides au chômage partiel) et sur le plan du risque de faillite (les plans de refinancement et de garanties), mais ne peuvent pas le compenser intégralement comme le montrent les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre, qui devraient en moyenne baisser de 20 à 25 % alors que le confinement n'a commencé qu'en mars.
- À moyen terme, si la politique économique réussit à orchestrer un redémarrage rapide de l'activité une fois le confinement levé, les investisseurs anticiperont un rebond rapide des profits en 2021 et se soucieront moins de l'ampleur de la baisse des profits en 2020.

Par ailleurs, il convient de se pencher sur l'impact des politiques monétaires sur les marchés actions. D'une part, les dispositifs de refinancement des entreprises et des banques constituent un soutien important comme cela a été évoqué plus haut. D'autre part, toutes choses égales par ailleurs, des taux nuls à négatifs

ont pour effet mécanique d'élever les ratios de valorisation des actions, par l'abaissement du taux d'actualisation des profits futurs. C'est donc favorable pour la majorité du marché et en particulier pour les sociétés de croissance visible. À l'inverse, ces politiques de taux s'avèrent généralement pénalisantes pour le secteur financier ; toutefois la BCE avait mis en place un mécanisme de *tiering* visant à réduire le coût des réserves des banques, a abaissé significativement le coût de refinancement du programme TLTRO (ce qui est favorable pour les marges d'intérêt) et les banques centrales ont décidé d'alléger temporairement les contraintes de capital sur les banques pour éviter que la régulation soit pro-cyclique.

GRAPHIQUE 16 : CROISSANCE DES RÉSULTATS 2020 ATTENDUE PAR LE CONSENSUS, EN %



Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.



Mais à nouveau, il s'agit là plus d'une atténuation partielle des effets, et les valeurs bancaires font partie des plus touchées sur le plan des résultats, en raison d'une hausse du coût du risque sur l'activité de financement.

La troisième question porte sur les mesures de suspension des dividendes. En effet, les mesures prises par certains gouvernements sur les dividendes des entreprises du secteur financier ou des entreprises bénéficiant d'aides de l'État sur le chômage partiel ont affecté négativement les marchés actions européens relativement aux marchés actions américains. En théorie, le fait que les dividendes ne soient pas versés ne change pas la valeur patrimoniale pour l'actionnaire et il s'agit plus d'une question de trésorerie et de l'utilisation qui sera faite par l'entreprise des montants non distribués. Mais l'importance du thème du dividende dans le rationnel d'investissement de nombreux titres du marché européen et dans la stratégie de nombreux gérants actions explique la réaction négative du marché notamment sur les secteurs concernés, qui se trouvent de surcroît appartenir généralement au camp des valeurs cycliques. Plus globalement, la sortie de confinement ne sera probablement pas un retour à la normale et la pression politique et médiatique sur les politiques de versement de dividendes et de rachat d'actions risque logiquement de demeurer forte.

*In fine*, cette crise et le *policy-mix* qui en découlent devraient contribuer à accentuer la polarisation structurelle du marché actions entre les valeurs de qualité et les valeurs cycliques, entre les valeurs innovantes et les valeurs intenses en capital humain et en investissements physiques, entre les biens de consommation et les biens d'équipement.

## MARCHÉS DES CHANGES

Un tel bouleversement du *policy-mix* n'est pas sans effet sur la valeur des devises entre elles. Avant le déclenchement de l'épidémie de COVID-19, une majorité d'économistes entrevoyait une baisse du dollar face à l'euro, s'appuyant notamment sur les baisses de taux de 2019 et la décélération de la croissance américaine pour anticiper une revalorisation relative de l'euro face au billet vert. La décision spectaculaire de la Réserve fédérale consistant à abaisser les taux courts à zéro et à augmenter significativement la taille de son bilan a dans un premier temps conduit à entrevoir un catalyseur permettant à cette anticipation de se réaliser, comme au second semestre 2008. L'écart des taux entre les États-Unis et la zone euro n'a en effet jamais été aussi faible depuis 2015.

Pour autant, dans ce contexte de forte aversion au risque et de recherche de liquidité, le dollar reste soutenu. Ceci d'autant plus que les incertitudes qui planent sur la solidarité budgétaire en zone euro et sur la capacité de la Banque centrale européenne à se montrer plus active devraient continuer de peser sur l'euro. Par ailleurs, la réponse monétaire accommodante des pays émergents et le double risque qui s'y développe (risque politique et risque de notation) fragilisent les devises émergentes, également affectées pour certaines d'entre elles par la baisse violente du prix du pétrole en 2020. Le dollar joue à la fois le rôle de valeur refuge de cette phase inédite, et bénéficie de son statut de devise de référence, tandis que la corrélation inverse entre pétrole et dollar favorise le billet vert.

À long terme, on peut s'attendre à ce que plusieurs facteurs fondamentaux (écart de taux, balance courante, parité de pouvoir d'achat) renforcent l'euro, à condition toutefois que les incertitudes politiques se réduisent. À l'avenir, on peut également imaginer que la devise chinoise réussisse progressivement à se doter des attributs d'une monnaie de réserve de référence, et puisse éventuellement servir d'ancrage à des devises asiatiques. Mais à court terme, dans un contexte où toutes les banques centrales baissent leurs taux et augmentent la taille de leur bilan, c'est l'or qui devrait continuer à demeurer élevé face à toutes ces devises, de surcroît quand le coût d'opportunité de sa détention baisse dans un monde de taux nuls ou négatifs aux États Unis, en Europe et au Japon.

## IMMOBILIER

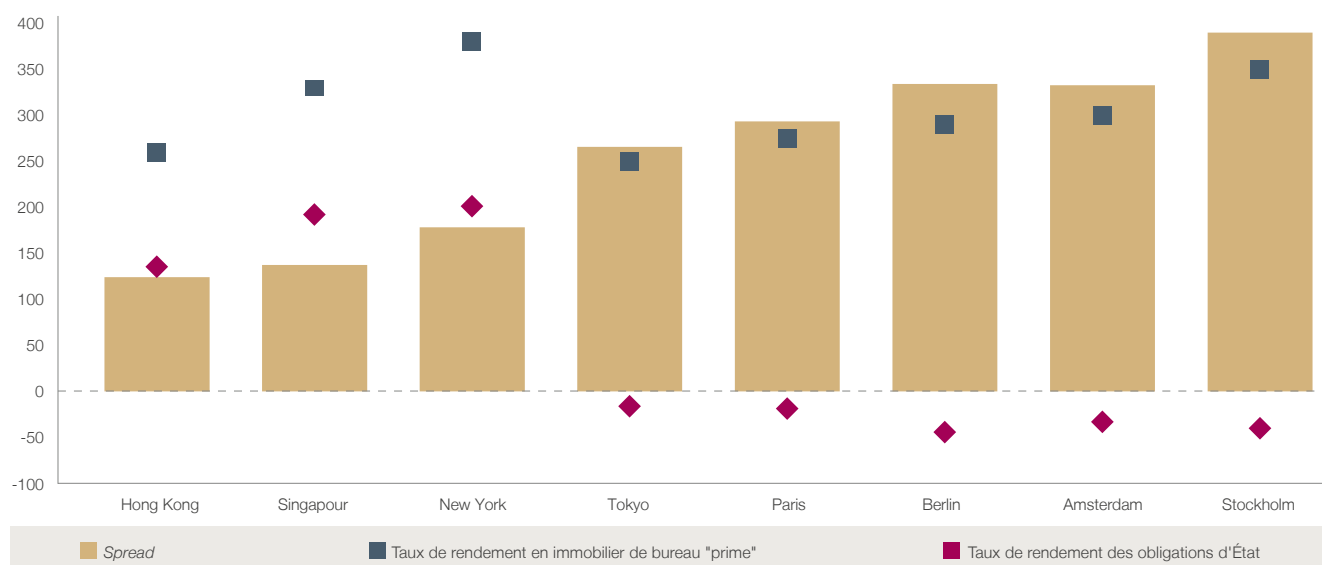
L'immobilier demeurant la première classe d'actifs de nombreux investisseurs privés et constituant généralement autant un marqueur de récession qu'un réceptacle de nombreuses mesures de soutien fiscal, il est crucial de s'attarder sur les enjeux posés par le *policy-mix* actuel sur ce domaine d'investissement. Cette crise que nous connaissons revêt une dimension particulière pour l'immobilier ; à court terme, le confinement détériore l'activité et affecte donc la valeur de l'immobilier commercial dont les loyers sont indexés sur le chiffre d'affaires (Graphique 17). A plus long terme, on peut anticiper que cette crise ait pour effet d'accélérer le basculement vers le commerce en ligne tout en incitant les entreprises au télétravail, ce qui peut réduire potentiellement la demande de bureaux et réduire aussi la pression haussière sur les prix après une

décennie de forte hausse. Pour autant, la politique monétaire de taux structurellement bas devrait conduire un grand nombre d'investisseurs institutionnels ou privés à reporter sur l'immobilier la fonction qui était dévolue aux obligations d'État à savoir une génération de rendement à risque limité, mais avec une liquidité bien moindre que les obligations d'État.

Au niveau des ménages, le maintien de taux bas continue de soutenir la demande. Les politiques monétaires devraient continuer de représenter un soutien puissant pour le marché de l'immobilier résidentiel et de l'immobilier d'entreprise en Europe. L'immobilier résidentiel reste aussi protégé par sa dimension de valeur refuge et son statut patrimonial. Enfin, la levée du confinement pourrait conduire à une reprise des transactions retardées entre mars et mai.

Toutefois, le principal risque en Europe réside dans la hausse du chômage après une décennie qui a vu les prix augmenter fortement et la dette immobilière des ménages continuer de progresser. Les banques devraient continuer à prêter aux ménages en Europe. Aux États-Unis, on pourrait toutefois craindre que la forte hausse récente du chômage (30 millions d'inscriptions cumulées au chômage en 6 semaines) conduise à une hausse des taux de défaut dans l'immobilier résidentiel et par voie de conséquence à un ajustement de la valeur des titrisations de créances immobilières, mais qui là aussi bénéficierait de la capacité de la Fed à acheter cette classe d'actifs sur son bilan. Rappelons aussi que les ménages américains sont moins endettés qu'en 2008. Dans tous les cas, au-delà d'éventuelles mesures ciblées sur le secteur, ce sont les paramètres du temps (de confinement et de reprise) et de confiance qui impacteront de la trajectoire du marché.

GRAPHIQUE 17 : ÉCART DES TAUX DE RENDEMENTS ENTRE L'IMMOBILIER DE BUREAU « PRIME » ET LES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN POINTS DE BASE



Sources : JLL Q2 2019, PMA, Bloomberg Oct 2019, Indosuez Wealth Management.

## PRIVATE EQUITY

Le *private equity* devrait retraduire les mêmes impacts fondamentaux identifiés sur les marchés actions de manière générale. De manière plus spécifique, on peut imaginer que la demande institutionnelle pour la classe d'actifs reste soutenue dans un contexte de taux bas, et que les investisseurs privés continuent de s'intéresser à une classe d'actifs dont l'absence de cotation diminue en apparence le risque de portefeuille trop souvent réduit à la mesure de la volatilité, quand on sait que la structure de détention d'une entreprise (détenue par un fonds ou cotée sur le marché) n'a pas impact sur son risque intrinsèque (Graphique 18).

Mais de manière plus fondamentale, les challenges posés par la crise actuelle et ses effets structurels possibles sur des pans entiers de l'activité peuvent pousser des investisseurs à préférer investir dans un portefeuille plus concentré d'entreprises suivies activement par un actionnaire de référence actif.

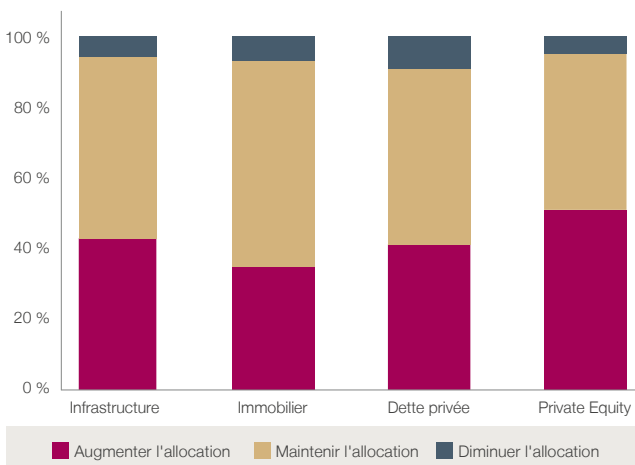
Enfin, nous n'anticipons pas que la crise et le *policy-mix* qui en découlent fragilisent structurellement la capacité de refinancement des opérations, même si une hausse des défauts sur le segment des *leverage loans* (prêts à effet de levier) est anticipée notamment aux États-Unis.

## ASSURANCE VIE

L'assurance vie constituant une classe d'actifs centrale dans plusieurs pays d'Europe (Graphique 19) et notamment la France, il est difficile de ne pas traiter cette question. Nous nous abstenons toutefois ici de spéculer sur les évolutions possibles du volet réglementaire du *policy-mix*, pour nous concentrer plus spécifiquement sur les effets directs escomptés des volets budgétaires et monétaires.

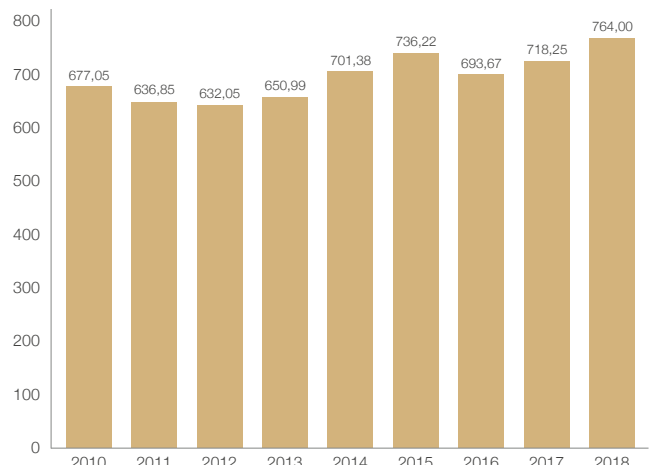
La politique de taux négatifs en zone euro va continuer de contraindre la politique d'investissement des assureurs en les conduisant à aller rechercher du rendement sur les obligations d'entreprises ou l'immobilier, ce que la durée très longue du passif des assureurs rend soutenable ; sur ce plan, les écartements de prime de risque sur les obligations d'entreprise constatés en mars ont probablement constitué une opportunité d'investissement pour les assureurs. On constate aussi de fortes différences dans la politique d'investissement de bilan des assureurs, avec un poids plus faible des actifs peu liquides et des actions chez les assureurs d'Europe continentale en comparaison avec leurs homologues britanniques. Mais de manière tendancielle, nous estimons que les rendements des fonds euro auront plus de probabilité de continuer à s'éroder que l'inverse. En revanche, dans la mesure où nous n'anticipons pas une repentification rapide des courbes des taux en raison de l'action des banques centrales nous n'anticipons pas de risque majeur pour le secteur. À court terme, le contexte d'incertitude et de volatilité devrait continuer d'alimenter la collecte d'encours cette année.

GRAPHIQUE 18 : INTENTION D'ALLOCATIONS D'ACTIFS À LONG TERME DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, EN % TOTAL



Sources : Prequin, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 19 : COLLECTE ASSURANCE VIE ANNUELLE EN EUROPE, EN MILLIARDS EUR



Sources : Statista, Indosuez Wealth Management.



Chicago, États-Unis

# TABLEAUX DE PERFORMANCES

TABLEAU 5 : PERFORMANCE ANNUELLE DES MATIÈRES PREMIÈRES, DEVISES LOCALES, EN %

MATIÈRES PREMIÈRES	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 11.06.2020
Acier (CNY/Mt)	60,46 %	42,69 %	-8,19 %	-1,91 %	-5,16 %
Or (USD/Once)	8,14 %	13,53 %	-1,56 %	18,31 %	13,87 %
Pétrole brut WTI (USD/Baril)	45,03 %	12,47 %	-24,84 %	34,46 %	-40,48 %
Argent (USD/Once)	15,84 %	7,23 %	-9,36 %	15,32 %	-0,18 %
Cuivre (USD/Mt)	17,65 %	30,92 %	-17,69 %	3,50 %	-6,63 %
Gaz naturel (USD/MMBTU)	59,35 %	-20,70 %	-0,44 %	-25,54 %	-17,18 %

TABLEAU 6 : PERFORMANCE ANNUELLE DES OBLIGATIONS, DEVISES LOCALES, EN %


OBLIGATIONS	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 11.06.2020
Emprunts d'État émergents	6,29 %	12,49 %	-10,62 %	1,88 %	-7,29 %
Emprunts d'État américains	1,11 %	1,10 %	1,41 %	5,22 %	5,72 %
Emprunts d'État en euro	1,86 %	0,39 %	0,40 %	3,16 %	0,21 %
Entreprises haut rendement en euro	8,14 %	4,82 %	-3,37 %	9,55 %	-5,69 %
Entreprises haut rendement en dollar US	15,31 %	6,32 %	-1,48 %	14,65 %	-4,40 %
Entreprises émergentes	7,61 %	2,84 %	-6,89 %	9,11 %	-3,11 %


TABLEAU 7 : PERFORMANCE ANNUELLE DES DEVISES, COMPTANT, EN %

DEVISES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 11.06.2020
EUR/CHF	-15,70 %	-2,71 %	-0,74 %	1,63 %	-1,99 %	-9,54 %	-1,48 %	9,16 %	-3,82 %	-3,55 %	-1,73 %
GBP/USD	-3,45 %	-0,44 %	4,58 %	1,86 %	-5,92 %	-5,40 %	-16,26 %	9,51 %	-5,62 %	3,94 %	-4,94 %
USD/CHF	-9,66 %	0,31 %	-2,42 %	-2,46 %	11,36 %	0,78 %	1,69 %	-4,39 %	0,80 %	-1,58 %	-2,32 %
EUR/USD	-6,54 %	-3,16 %	1,79 %	4,17 %	-11,97 %	-10,22 %	-3,18 %	14,15 %	-4,48 %	-2,22 %	0,77 %
USD/JPY	-12,80 %	-5,19 %	12,79 %	21,39 %	13,74 %	0,37 %	-2,71 %	-3,65 %	-2,66 %	-0,98 %	-1,60 %

TABLEAU 8 : RENDEMENT ANNUEL DES INDICES ACTIONS, HORS DIVIDENDES, DEVISES LOCALES, EN %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Du 01.01 au 11.06.2020
20,89 %	0,00 %	19,42 %	51,46 %	51,66 %	9,93 %	27,92 %	38,71 %	-6,24 %	36,07 %	-2,46 %
16,99 %	-5,55 %	18,01 %	29,60 %	11,39 %	6,79 %	16,44 %	34,35 %	-9,27 %	28,88 %	-6,63 %
16,36 %	-7,62 %	17,71 %	24,09 %	8,08 %	5,58 %	14,43 %	21,78 %	-10,44 %	25,19 %	-7,08 %
12,78 %	-11,34 %	15,15 %	17,37 %	4,35 %	-0,73 %	9,54 %	20,96 %	-12,48 %	23,16 %	-7,69 %
12,07 %	-18,94 %	14,37 %	14,43 %	2,92 %	-2,74 %	8,57 %	20,83 %	-13,24 %	15,42 %	-8,65 %
9,55 %	-19,16 %	13,40 %	0,61 %	2,23 %	-4,93 %	5,32 %	20,11 %	-16,31 %	15,37 %	-10,86 %
9,00 %	-20,41 %	13,18 %	-5,03 %	-2,71 %	-11,31 %	2,87 %	19,69 %	-16,57 %	15,21 %	-15,09 %
8,63 %	-21,92 %	7,55 %	-7,65 %	-4,62 %	-16,96 %	-1,20 %	19,42 %	-17,80 %	13,71 %	-19,43 %
-0,97 %	-22,57 %	5,84 %	-8,05 %	-14,78 %	-22,37 %	-1,85 %	7,68 %	-18,71 %	12,10 %	-21,27 %
-12,51 %	-25,01 %	5,43 %	-15,72 %	-17,55 %	-32,92 %	-11,28 %	7,63 %	-25,31 %	11,20 %	-31,63 %

MEILLEURE PERFORMANCE 

MOINS BONNE PERFORMANCE 

FTSE 100
  Topix
  MSCI World
  MSCI EMEA
  MSCI Emerging Markets
  MSCI Asia Ex Japan
  MSCI Latam
  S&P 500
  Shanghai SE Composite
  Stoxx Europe 600

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



# NOS SPÉCIALISTES INTERNATIONAUX

---

## GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

### **Vincent Manuel**

Chief Investment Officer

### **Dr Marie Owens Thomsen**

Global Chief Economist

### **Dr Paul Wetterwald**

Chief Economist

### **Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA**

Chief Economist

Les banques du Groupe Indosuez Wealth Management se préparent en outre au remplacement ou à la restructuration des taux d'intérêt interbancaires tels que le LIBOR, l'EURIBOR et l'EONIA dont les modalités de fixation vont être considérablement renforcées comme l'ont décidé les autorités de contrôle et les acteurs bancaires des grandes places financières. Au niveau européen, la BCE a commencé à publier en octobre 2019 l'€STR (Euro Short Term Rate) qui cohabitera jusqu'en décembre 2021 avec l'EONIA qu'il remplacera en janvier 2022. Concernant l'EURIBOR, le European Money Markets Institute a confirmé en novembre 2019 que la phase de transition vers l'EURIBOR Hybride était terminée, s'achevant d'ici décembre 2021 à sa restructuration complète. Chaque taux de type « IBOR » (comme par exemple le LIBOR US Dollar) subira également une refonte qui devrait s'achever également d'ici fin 2021. C'est ainsi que la Banque nationale suisse a annoncé en juin de cette année l'introduction de son propre taux directeur en CHF, calqué sur le SARON (Swiss Average Rate Overnight) avec l'objectif de créer des taux à terme également référencés sur cet indice.

L'ensemble de ces réformes est attentivement suivi par le Groupe Indosuez Wealth Management, dans le cadre d'un dispositif spécifique afin de traiter les impacts juridiques, commerciaux et opérationnels liés. Ces changements ne requièrent à ce stade aucune démarche de votre part pour vos opérations de financement ou de placement comportant une indexation sur les taux de référence concernés. Des informations complémentaires vous seront communiquées une fois les modalités de remplacement connues. Votre responsable de compte reste à votre entière disposition en cas de questions.

# PRÉSENCE INTERNATIONALE

## NOTRE HISTOIRE

Depuis plus de 140 ans, nous conseillons des entrepreneurs et des familles du monde entier, leur offrant notre soutien à travers des conseils financiers experts et un service personnalisé d'exception.

À ce jour, nous continuons de proposer à chaque client un service sur mesure, en l'aidant à bâtir, protéger et transmettre son patrimoine.

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

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

## AMÉRIQUES

### MIAMI

600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor  
Miami, FL 33131 - États-Unis  
T. +1 305 375 7800

### MONTEVIDEO

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576  
Av. Luis A. de Herrera 1248,  
11300 Montevideo - Uruguay  
T. +598 26 23 4270

### SÃO PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>o</sup> andar,  
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132 - Brésil  
T. +5511 3896 6300

## ASIE PACIFIQUE

### HONG KONG RAS

29<sup>th</sup> floor Two Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

### NOUMÉA

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

### SINGAPOUR

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

## EUROPE

### BRUXELLES

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

### GENÈVE

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

### LUXEMBOURG

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

### MADRID

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

### MILAN

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

### MONACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARIS

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

## MOYEN-ORIENT

### ABU DHABI

Zahed The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor,  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
T. +971 2 631 24 00

### BEYROUTH

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

### DUBAÏ

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



# GLOSSAIRE

**AEMF** : Autorité européenne des marchés financiers.

**AEUMC** : Accord États-Unis – Mexique – Canada, accord de libre-échange signé le 30 septembre 2018 par les responsables politiques des trois pays et qui remplace l'ALENA (créé en 1994).

**Backwardation** : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est inférieur au prix « spot » (au comptant) du sous-jacent. On parle également de marché en déport (situation inverse du Contango ou marché en report).

**Barbell** : une stratégie de placement qui exploite les deux extrémités de la courbe de rendement, par exemple en prenant une position longue (acheteuse) sur les taux courts et les taux longs d'un marché obligataire.

**Bear (ou bearish)** : désigne une tendance baissière / un sentiment négatif du marché ou l'investisseur.

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

**Bottom-up (en anglais signifiant « de bas en haut »)** : analyses ou stratégies de placement qui se focalisent sur les données fondamentales des entreprises, en opposition à une analyse « top-down », qui se concentre sur les agrégats macroéconomiques.

**BPA** : bénéfice par action.

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

**Bull (ou bullish)** : désigne une tendance haussière / un sentiment positif du marché ou de l'investisseur.

**Bund** : obligation d'État allemande à 10 ans.

**Call** : terme anglais désignant une option d'achat sur un instrument financier, c.-à-d. le droit d'acheter à un certain prix.

**CFTC (Commodity Futures Trading Commission)** : un organisme fédéral américain indépendant en charge de la surveillance réglementaire sur les marchés américains des options et des contrats à terme sur matières premières.

**COMEX (Commodity exchange)** : le COMEX a fusionné avec le NYMEX aux États-Unis en 2014 et est devenu la division spécialisée dans la négociation d'options et de contrats à terme sur métaux.

**Conseil de coopération du Golfe (CCG)** : organisation visant à favoriser la coopération régionale entre l'Arabie saoudite, l'Oman, le Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

**Contango** : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est supérieur au prix « spot » (au comptant) de l'actif sous-jacent. On parle également de marché en report (situation inverse à la Backwardation ou marché en déport).

**Dettes subordonnées** : une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial de la dette non subordonnée. En contrepartie du risque supplémentaire accepté, la dette subordonnée a tendance à générer des rendements plus élevés.

**Drawdown** : correspond à la perte maximale historique subie par la valeur d'un portefeuille d'investissement. Il constitue un indicateur de risque du portefeuille.

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

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

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

**ESG** : environnemental, social et de gouvernance.

**Fed** : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis.

**FMI** : le Fonds monétaire international.

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

**Futures** : mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

**G10** : l'un des cinq groupes, à savoir les Groupes des 7, 8, 20 et 24, visant à favoriser le dialogue et la coopération entre des pays dont les intérêts (économiques) sont similaires. Les membres du G10 sont : l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse (qui est le 11<sup>e</sup> membre).

**GES** : gaz à effet de serre.

**High Yield ou Haut rendement** : catégorie d'obligations, également appelées obligations spéculatives (junk bonds, en anglais), dont la notation est inférieure à « investment grade » (c'est-à-dire toutes les notations inférieures à BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's). En règle générale, plus la notation est faible, plus le rendement est élevé, car le risque sur leur remboursement est plus élevé.

**Huard** : appellation populaire du dollar canadien.

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

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

**Indices investment grade / high yield iBoxx** : indicateurs de référence mesurant le rendement des obligations d'entreprises investment grade/high yield, à partir de prix multi-sources et en temps réel.

**Indice Russell 2000** : indice de référence mesurant la performance du segment petites capitalisations américaines. Il comprend les 2000 plus petites sociétés de l'indice Russell 3000.

**Investment Grade** : catégorie d'obligations de « haute qualité » dont la notation est située entre AAA et BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's ou équivalent pour les autres agences (Fitch ou Moody's).

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

**ISR** : investissement socialement responsable.

**LIBOR (London Interbank Offered Rate)** : taux d'intérêt interbancaire moyen auquel une sélection de banques veulent s'accorder des prêts sur le marché financier londonien. Les taux LIBOR existent en plusieurs durées (jusqu'à 12 mois) et en différentes devises. Le LIBOR n'existera plus à compter de 2020.

**LME (London Metal Exchange)** : bourse d'échange des matières premières comme le cuivre, le plomb ou le zinc, au Royaume-Uni.

**LVT** : Ratio prêt/valeur (Loan-to-Value) ; ratio qui exprime la taille d'un prêt en fonction de la valeur des actifs acquis. Ce ratio est couramment utilisé pour les prêts hypothécaires ; les organismes de réglementation financière le plafonnent souvent afin de protéger prêteurs et emprunteurs contre les chutes soudaines et brutales des prix immobiliers.

**Mark-to-market** : valorisation des actifs au prix prévalant sur le marché.

**Obligation inférieure au pair** : obligation dont le prix est inférieur à sa valeur nominale, c.-à-d. inférieur à 100.

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

**Put** : contrat d'option qui confère le droit, mais pas l'obligation, de vendre un montant déterminé d'un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance pendant une période de temps donnée ou à une date fixée. L'acheteur du put s'attend à ce que le prix de l'actif sous-jacent baisse à un niveau inférieur au prix de l'option avant la date d'expiration. La valeur du put augmente à mesure de la baisse du prix de l'actif sous-jacent, et vice versa.

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

**Renminbi** : en chinois se traduit littéralement par « monnaie du peuple ». C'est le nom officiel de la devise de la Chine (à l'exception de Hong Kong et Macao). On le désigne souvent sous le nom de yuan.

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

**Short covering** : couverture ou clôture des positions de vente à découvert.

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

**Swap** : un swap est un instrument financier, ou contrat d'échange, souvent de gré à gré qui permet d'échanger deux flux financiers. Les sous-jacents principaux utilisés pour définir les swaps sont les taux d'intérêt, les devises, les actions, le risque de crédit et les matières premières. Il permet par exemple d'échanger à dates fixes un montant fonction d'un taux variable contre un taux fixe. Les swaps peuvent être utilisés pour prendre des positions spéculatives ou de protection des risques financiers.

**Titres hybrides** : titres qui empruntent des caractéristiques à la fois des obligations (versement d'un coupon) et des actions (pas de date d'échéance ou très éloignée, ou bien des maturités très longues ; un coupon peut ne pas être versé, comme pour un dividende).

**Value** : segment des actions décotées, c'est-à-dire des sociétés dont le prix de l'action est inférieur à sa valeur intrinsèque.

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

**Wedge (terme anglais se traduisant par « biseau »)** : en analyse technique, on parle de biseau lorsque deux droites de tendance tracées en dessous et au-dessus d'un cours convergent l'une vers l'autre, en pointe.

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

## DISCLAIMER

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 de Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou à 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 d'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 en investissement 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 Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Suisse) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTMV, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA et CA Indosuez Wealth (Miami), leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées 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 Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- 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](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- en Italie : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italie) S.p.A., dont le siège est situé Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques tenu par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, au code fiscal et au Registre des sociétés commerciales de Milan, respectivement sous le numéro d'identification à la TVA 09535880158 et le numéro R.E.A. MI-1301064 ;
- 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<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341 ;
- en Suisse : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) 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 RAS de Hong Kong : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- à Singapour : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. A Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Suisse) SA, Singapore Branch ;
- au Liban : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) (Liban) SAL Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square, 1107- 2070 Beyrouth, Liban. La Brochure ne constitue pas une offre et ne représente pas un document marketing au sens des réglementations libanaises applicables ;
- à Dubaï : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emirats arabes unis. CA Indosuez (Suisse) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Suisse) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Suisse) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Abu Dhabi : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhair Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Suisse) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Suisse) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Suisse) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Miami : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres susceptibles d'être mentionnés dans la Brochure peut ne pas avoir été soumise à enregistrement conformément à la Loi sur les titres de 1933. Certains titres peuvent ne pas être librement transférables aux États-Unis d'Amérique ;
- au Brésil : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTMV, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée auprès de la CNPJ/MF sous le numéro 01.638.542/0001-57 ;
- en Uruguay : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été revus ou approuvés par ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

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

© 2020, CA Indosuez (Suisse) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achévé de rédiger le 01.06.2020.