

# Pour la France, l'équation budgétaire se complique

## Le dérapage budgétaire de la France menace la notation de sa dette souveraine et ses perspectives de croissance

AUTEURS

ALAN LEMANGNEN  
[alemangnen@pictet.com](mailto:alemangnen@pictet.com)MILÈNE DUMONT  
[mdumont@pictet.com](mailto:mdumont@pictet.com)

23 AVRIL 2024, CIO OFFICE &amp; MACRO RESEARCH

FLASH NOTE

### SYNTHÈSE

- Accentué par des recettes fiscales inférieures aux attentes, le déficit public de la France a atteint 5,5% du PIB en 2023, dépassant ainsi les 4,9% prévus par le gouvernement. Compte tenu des élections européennes qui se dérouleront en juin, Paris a renoncé à réviser le budget 2024 pour concentrer la majeure partie de la consolidation budgétaire requise sur l'année 2025 et au-delà.
- Cet arbitrage politique renforce les craintes d'une rétrogradation de la notation souveraine de l'Hexagone, alors que Standard & Poor's (AA, perspective négative) rendra son verdict dans les prochaines semaines. La consolidation budgétaire attendue à partir de 2025 étant considérable, la situation budgétaire constitue bel et bien l'un des principaux risques susceptibles de compromettre nos prévisions de croissance.
- Reflet des préoccupations liées à la stabilité financière du pays, le dérapage budgétaire a entraîné un élargissement du *spread* entre les obligations d'Etat françaises et allemandes à 10 ans. Et au vu de la menace qui pèse sur la note souveraine de la France, l'écart de rendement pourrait atteindre 60 points de base en fin d'année.

### LE PIÈGE DE «L'ILLUSION MONÉTAIRE»

Lorsque la hausse de l'inflation améliore la situation budgétaire d'un pays en l'absence d'inflexion des politiques menées, les économistes parlent d'«illusion monétaire»: grâce à des rentrées fiscales plus élevées, l'inflation accroît les recettes publiques, mais pas forcément les dépenses. Il en résulte une amélioration temporaire de la trésorerie de l'Etat. Dans le même temps, l'augmentation du PIB nominal réduit mécaniquement le taux d'endettement public, ce qui renforce l'impression que les finances publiques sont sous contrôle.

Le piège pour les gouvernements est de ne pas anticiper la désinflation et la baisse des rentrées fiscales qui l'accompagne, alors que la dynamique des recettes publiques ralentit au moment même où l'indexation de certaines dépenses (retraites des fonctionnaires, contrats publics, etc.) fait sentir ses effets.

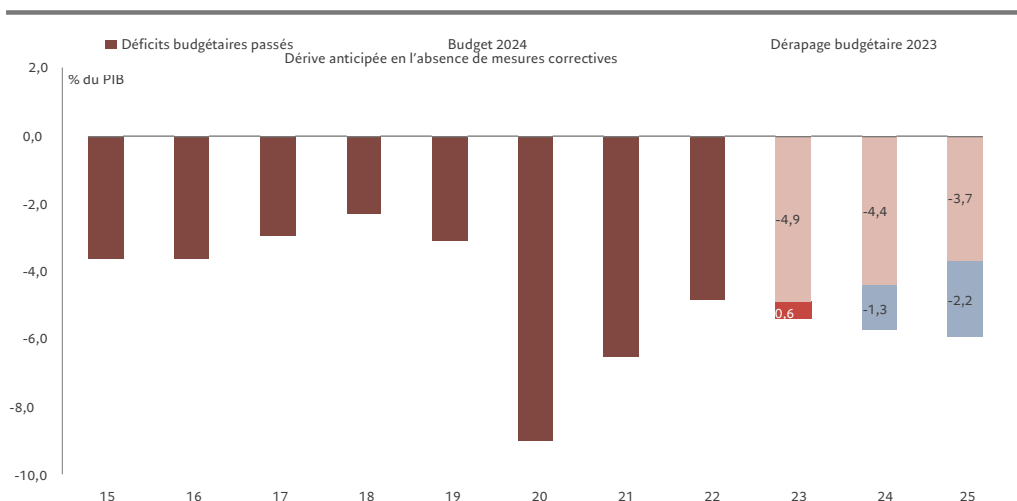
*A titre d'illustration. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. Les performances et les rendements sont susceptibles d'augmenter ou de diminuer en raison des fluctuations de change. Il n'y a aucune garantie que ces projections, prévisions ou rendements attendus seront atteints. Cette projection n'est pas basée sur une simulation de la performance passée.*

Si aucune mesure corrective n'est adoptée, le solde budgétaire se détériore, surtout si le gouvernement a approuvé dans l'intervalle des dépenses supplémentaires financées par la manne temporaire liée à l'inflation.

**Le gouvernement français est tombé dans ce piège en 2023.** Le déficit public, estimé à 4,9% du PIB dans le budget 2023, s'est finalement élevé à 5,5%. Cet écart s'explique par la baisse inattendue du rendement de certains impôts, qui a entraîné une diminution des recettes nettement plus importante qu'anticipé – environ 11 milliards d'euros selon l'INSEE, contre 1 milliard d'euros selon le budget. Dans le même temps, les dépenses ont augmenté un peu plus que prévu (3,7%, contre 3,4% dans le budget).

Ce dérapage remet en cause la trajectoire de consolidation du déficit prévue par le gouvernement. En l'absence de mesures correctives, selon les prévisions techniques du ministère des Finances, le déficit public pourrait se creuser pour atteindre 5,7% du PIB en 2024 et 5,9% en 2025, des chiffres bien supérieurs aux prévisions initiales (4,4% et 3,7%).

### Graphique 1: Trajectoire budgétaire pluriannuelle initiale de la France dans le budget 2024 et dérapages ultérieurs



Source: Pictet Wealth Management, Loi de finances française 2024, Commission des finances du Sénat

## LE RETARD DANS LA RÉDUCTION DE LA DETTE MENACE LA NOTE DE LA FRANCE

Depuis son accession à la présidence française en 2017, Emmanuel Macron s'est forgé une réputation de réformateur et de gestionnaire avisé dans les milieux politiques et financiers européens. Hormis en 2020, année marquée par la pandémie, les déficits des gouvernements qu'il a nommés se sont avérés inférieurs aux attentes. Dans ce contexte, accepter le dérapage du budget 2023 sans même tenter de corriger la trajectoire des finances publiques mettrait sa crédibilité en péril.

C'est pourtant la voie qu'ont empruntée les autorités françaises en excluant de modifier le budget 2024 avant l'été. De manière évidente, les élections européennes des 8 et 9 juin, qui s'annoncent difficiles pour le parti centriste Renaissance d'Emmanuel Macron, ne sont pas étrangères à cette prise de position. Le gouvernement, minoritaire au Parlement, était par ailleurs exposé au risque d'une motion de censure s'il avait voté une loi de finances rectificative.

*A titre d'illustration. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. Les performances et les rendements sont susceptibles d'augmenter ou de diminuer en raison des fluctuations de change. Il n'y a aucune garantie que ces projections ou rendements attendus seront atteints. Cette projection n'est pas basée sur une simulation de la performance passée.*

Si ce risque s'est déjà présenté par le passé, les Républicains (parti de centre droit), partenaires traditionnels du gouvernement sur les questions budgétaires, menaçaient cette fois-ci de soutenir une telle motion. Le risque a été jugé trop important à quelques mois des Jeux olympiques de Paris.

En conséquence, des mesures correctives seront prises en 2024, mais dans le cadre du budget actuel. De faible ampleur (10 milliards d'euros au total, soit 0,2 point de pourcentage (pp) du PIB, qui s'ajoutent aux 10 milliards déjà budgétés), ces mesures seront insuffisantes pour maintenir le déficit sur la trajectoire de réduction prévue dans le budget annuel. Dans le programme de stabilité soumis à Bruxelles le 17 avril, le gouvernement table sur une réduction du déficit à 5,1% en 2024, un chiffre supérieur de 0,7 pp à l'objectif initial. Au vu de l'évolution du déficit, il semble que le gouvernement ait de facto renoncé à réduire le ratio de la dette publique, qui pourrait rebondir à 112,3% du PIB cette année après trois ans de baisse.

**La note souveraine de la France risque d'être la principale victime de cet arbitrage politique** Le 26 avril, les agences Fitch Ratings et Moody's ont publié leurs évaluations actualisées. La première a déjà abaissé la note de la France d'un cran l'année dernière, de AA à AA-, avec une perspective stable. De son côté, Moody's maintient la note du pays inchangée à Aa2 depuis 2015, également avec une perspective stable. **Standard & Poor's, qui attribue à la France une note AA assortie d'une perspective «négative» depuis décembre 2022, mettra son évaluation à jour le 31 mai, avec un fort risque de dégradation à AA-.**

## LE RESSERREMENT BUDGÉTAIRE PÈSERA SUR LA CROISSANCE EN 2025

**La consolidation budgétaire qui se profile à partir de 2025 risque de brider la croissance économique de la France.** Avec la réactivation des règles budgétaires de l'UE, il ne fait plus aucun doute que la Commission ouvrira une procédure de déficit excessif (PDE) à l'encontre de la France (et d'autres Etats) cette année, certainement après les élections européennes.

Les règles révisées devraient être définitivement adoptées par le Parlement européen fin avril et s'appliqueront aux budgets des Etats à compter de 2025. Pour les pays confrontés à une PDE, elles prévoient – tout comme les anciennes règles – une consolidation structurelle de 0,5 pp de PIB par an jusqu'à ce que le déficit converge vers 3% du PIB. En pratique, ces règles seront temporairement plus flexibles, permettant aux Etats membres d'ajuster leur effort structurel à l'augmentation de leurs versements d'intérêts jusqu'en 2027. Le gouvernement français a néanmoins préféré, certainement en prévision du déclenchement d'une procédure à son encontre, se conformer à la règle théorique. **Le programme de stabilité prévoit un effort structurel primaire atteignant 1,2 pp de PIB en 2025, puis 0,5 pp en 2026 et 0,7 pp en 2027, essentiellement centré sur la réduction des dépenses.** Cette rigueur budgétaire vise à ramener le déficit public à 2,9% du PIB en 2027 et à replacer le ratio d'endettement public sur une trajectoire descendante à partir de 2026.

**Un effort budgétaire d'une telle ampleur est inédit depuis la crise de la dette souveraine européenne de 2011-2013. A l'époque, cela avait plongé le pays dans la récession.** Reste donc à voir si le gouvernement est véritablement prêt à sacrifier la croissance dans un contexte politique et social déjà tendu. Comme les récents développements semblent toutefois le confirmer, la situation budgétaire française constitue bel et bien l'un des principaux risques susceptibles de compromettre nos prévisions de croissance dans l'Hexagone à moyen terme.

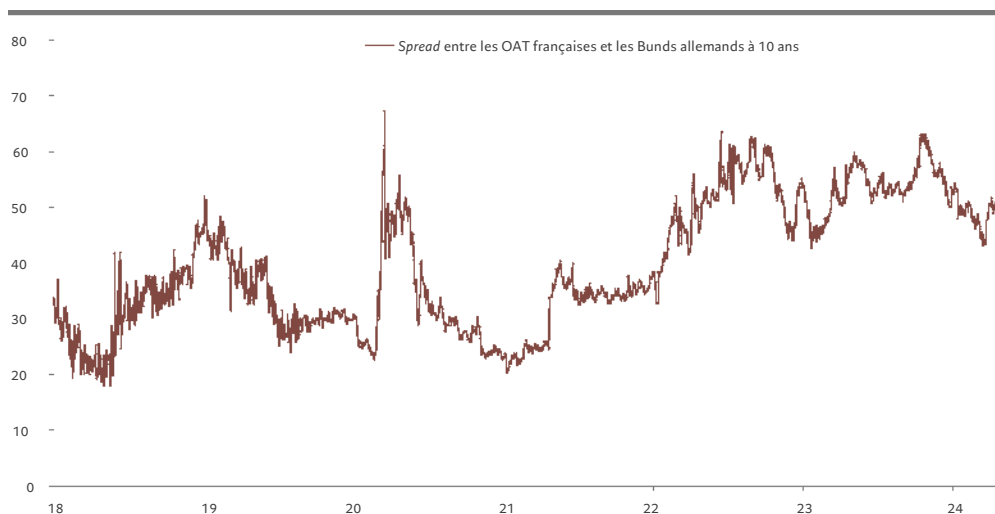
## VERS UNE HAUSSE LIMITÉE DES RENDEMENTS SOUVERAINS FRANÇAIS

Malgré ces différents facteurs de risque, nous n'anticipons pas de hausse nette et durable des rendements des obligations d'Etat françaises au cours des prochains mois. Certes, la persistance du déficit primaire, le déficit de la balance courante et l'augmentation des engagements extérieurs depuis 10 ans rendent l'économie vulnérable à des épisodes d'aversion au risque. Si la demande d'OAT des acteurs privés – notamment les non-résidents – s'est maintenue récemment, le sentiment des investisseurs pourrait néanmoins évoluer, malgré les atouts structurels de la dette publique française (profondeur du marché, qualité de la gestion, etc.). L'ouverture d'une PDE est également susceptible de dégrader les conditions de marché, car elle rendrait de facto la France inéligible au dernier mécanisme d'achat d'obligations de la BCE, appelé Instrument de Protection de la Transmission (IPT).

Mais il convient de rappeler que la BCE était au début d'un cycle de hausse des taux lorsqu'elle a adopté l'IPT en 2022, dans une période où cet outil était considéré comme un moyen de contrer tout resserrement injustifié des conditions financières au sein des pays de la zone euro affichant des finances fragiles. La situation est aujourd'hui complètement différente, puisque la BCE devrait abaisser ses taux directeurs à partir de juin, l'assouplissement atteignant 100 points de base cette année dans notre scénario central. Cet assouplissement des conditions de financement devrait atténuer l'impact d'une hausse des taux d'intérêt réels.

Par ailleurs, il convient de garder à l'esprit qu'un quart de la dette négociable de l'Etat français est actuellement inscrite au bilan de la Banque de France. Tandis que le resserrement quantitatif ne produit ses effets que progressivement, la détention de la dette de marché par la banque centrale contribue à comprimer la prime de terme.

Depuis l'annonce du dérapage du déficit public français, l'écart entre les rendements des obligations d'Etat françaises et allemandes à 10 ans a augmenté de 44 à 51 pb (au 19 avril). Néanmoins, les *spreads* restent dans une fourchette compatible avec les notations actuelles de la dette française. Nous maintenons un objectif de 60 pb en fin d'année pour l'échéance à 10 ans. Si un nouvel élargissement des *spreads* est envisageable, ce seuil ne devrait pas être dépassé.



**Graphique 2: Spread des emprunts d'Etat Français à 10 ans**

Source: Pictet Wealth Management, FactSet, au 22.04.2024

A titre d'illustration. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. Les performances et les rendements sont susceptibles d'augmenter ou de diminuer en raison des fluctuations de change. Il n'y a aucune garantie que ces projections, prévisions ou rendements attendus seront atteints. Cette projection n'est pas basée sur une simulation de la performance passée.

**Mentions légales:**

Le présent document est une communication marketing («le Document») et ne doit être lu ou utilisé que par son destinataire. Il n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou qui auraient leur résidence, leur domicile ou leur siège dans un Etat ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois et aux règlements en vigueur, et ne doit pas être remis à de telles personnes ou entités. Il ne saurait être considéré comme une offre ou un appel d'offres ou comme une incitation à acheter ou à vendre des titres, des matières premières, des produits dérivés ou tout autre instrument financier (individuellement «l'Investissement» et collectivement «les Investissements»), ou à y souscrire, ou à établir une relation juridique ou contractuelle de quelque nature que ce soit. De même, il ne constitue ni un conseil ni une recommandation concernant des Investissements. Les Investissements qui y sont mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité de surveillance compétente ou ne pas avoir reçu l'approbation de cette dernière. Leur distribution au public peut dès lors ne pas être autorisée. En outre, les placements dans des actifs non cotés peuvent être réservés à une catégorie particulière d'investisseurs. Les émissions sont autorisées dans les limites des prescriptions légales et réglementaires applicables dans le pays concerné. Les Investissements concernés peuvent être soumis à des restrictions de vente particulières dont il convient de tenir compte. Le Document est destiné à une diffusion générale et ne s'adresse pas à un destinataire particulier. Il ne comporte pas de recommandation individuelle adaptée aux besoins, aux connaissances, à l'expérience, aux éventuelles préférences en matière de durabilité, aux objectifs ou à la situation financière d'une quelconque personne physique ou morale. Le Document et/ou les Investissements qui y sont mentionnés peuvent ne pas être appropriés pour le destinataire. Le Document ne doit pas être considéré comme un rapport d'adéquation, la banque ne disposant pas de toutes les informations nécessaires pour vérifier l'adéquation de l'Investissement concerné en tenant compte des connaissances et de l'expérience du destinataire, de sa tolérance au risque, de ses éventuelles préférences en matière de durabilité, de ses besoins en matière d'investissement et de sa capacité à assumer le risque financier. La banque n'assume à cet égard aucune obligation fiduciaire envers les investisseurs, hormis dans la mesure requise par les dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les investisseurs devraient consulter un spécialiste financier indépendant, afin de déterminer l'adéquation ou le caractère approprié d'un Investissement ou d'une stratégie d'investissement dont il est question dans le Document. La décision

d'effectuer un Investissement mentionné dans le Document est de la seule responsabilité de l'investisseur. Un spécialiste devrait déterminer l'adéquation et/ou le caractère approprié de la transaction concernée ainsi que les risques financiers particuliers qui y sont liés et ses possibles conséquences sur les plans juridique, réglementaire, fiscal et comptable, et quant à la solvabilité de l'investisseur. Le Document ne saurait en aucun cas remplacer l'exercice d'un jugement indépendant et son destinataire est pleinement responsable des Investissements qu'il effectue. De plus, la banque ne fait aucune déclaration concernant les possibles incidences fiscales des Investissements ou le traitement comptable approprié à ceux-ci ni ne donne de conseils à ce sujet. Les informations fournies dans le Document ne sont pas le résultat d'une analyse financière indépendante et ne peuvent dès lors pas être considérées comme entrant dans le cadre de l'analyse financière. Les données, outils et ressources présentés dans le Document le sont uniquement à titre indicatif et la banque n'assume aucune responsabilité quant aux fluctuations des cours des titres qui y sont mentionnés. Les informations et les opinions figurant dans le Document émanent de sources jugées fiables et ont été obtenues de bonne foi. Les cours, prix, valeurs et rendements des Investissements mentionnés dans le Document proviennent des sources d'informations financières usuelles de la banque. Sauf indication contraire, ces informations, opinions et données sont purement indicatives et susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. La banque n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le Document. Elle ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Dès lors, elle ne saurait être tenue pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation du Document, conçu uniquement à des fins d'information. La valeur de marché des Investissements peut évoluer à la hausse ou à la baisse de manière imprévisible, en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité du marché concerné peut rendre certains Investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur les cours, prix, valeurs et rendements des Investissements mentionnés dans le Document. Les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés. Les Investissements effectués sur les marchés émergents sont ainsi exposés à des risques et à une volatilité accrus. Les prévisions et les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. Dans le Document, la

banque ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant aux performances futures. En conséquence, l'investisseur doit être disposé et apte à supporter tous les risques, qu'il assume intégralement. Il est susceptible de ne pas recouvrer le montant initialement investi. La performance indiquée ne prend pas en compte les frais et commissions, qui ont une incidence négative sur cette dernière. Les produits structurés sont des produits financiers complexes comportant un risque élevé. La valeur d'un produit structuré dépend non seulement de l'évolution du sous-jacent, mais également de la solvabilité de l'émetteur. De plus, l'investisseur est exposé au risque de défaillance de l'émetteur ou du garant. Avant toute décision d'investissement, l'investisseur doit s'assurer de comprendre en tout point les caractéristiques de l'Investissement concerné ainsi que les risques encourus. Il convient en particulier de lire la documentation disponible comportant des informations sur l'Investissement concerné, et notamment le programme d'émission, les conditions définitives, le prospectus, le prospectus simplifié et les documents d'informations clés (pour l'investisseur) ou la feuille d'information de base. Si le Document comporte un lien vers la documentation relative à l'Investissement concerné, et notamment une feuille d'information de base suisse (FIB) ou un document d'informations clés (KID) relatif à un produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance (PRIIP), il convient de noter que le document correspondant (FIB/KID/autre) peut être modifié sans notification préalable. Afin d'accéder à sa version la plus récente, l'investisseur doit cliquer sur le lien juste avant de confirmer sa décision d'investissement à la banque. En l'absence d'un tel lien ou en cas de doute quant à la dernière version disponible du document concerné ou à la façon d'y accéder, l'investisseur doit se mettre en relation avec son interlocuteur de référence au sein de la banque. Quand la banque n'est pas l'initiatrice de l'Investissement concerné, le document (FIB/KID/autre) correspondant est fourni par un tiers («le Document émanant d'un tiers»). Le Document émanant d'un tiers provient de sources jugées fiables. La banque ne donne cependant aucune garantie quant à l'exactitude des informations y figurant. Elle ne répond pas des décisions d'investissement ou des transactions fondées sur l'utilisation ou la prise en compte des données contenues dans le Document émanant d'un tiers. En souscrivant aux Investissements présentés dans le Document, l'investisseur reconnaît (i) avoir reçu en temps voulu, lu et compris tout document utile relatif auxdits Investissements, et notamment, le cas échéant, les documents (FIB/KID/autre) correspondants ; (ii) avoir pris connaissance des restrictions s'appliquant auxdits Investissements; et (iii) remplir les conditions objectives et subjectives requises pour investir dans lesdits Investissements. La banque peut

se fonder, au besoin, sur cette reconnaissance pour transmettre les ordres de l'investisseur à un autre professionnel ou les exécuter, ainsi que pour signer au nom de l'investisseur tout document ou certificat requis pour la souscription aux Investissements concernés, conformément aux dispositions applicables du mandat conclu par l'investisseur et à ses Conditions générales. L'investisseur s'engage en outre, en souscrivant aux Investissements concernés, à indemniser la banque et à dégager de toute responsabilité en cas de préention, perte ou préjudice résultant des Investissements. Toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification ou publication du contenu du Document par quelque moyen que ce soit requiert l'accord écrit préalable de la banque, dont la responsabilité ne saurait être engagée. Le destinataire s'engage à respecter les lois et les règlements en vigueur dans les Etats où il pourrait être amené à utiliser les données figurant dans le Document.

Tous droits réservés. Copyright 2024.

**Distributeur: Banque Pictet & Cie SA**, route des Acacias 60, 1211 Genève 73, Suisse, est un établissement bancaire de droit suisse disposant d'une licence bancaire et soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Berne, Suisse. Les informations fournies dans le Document ne sont le résultat ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ni d'une recherche en investissement au sens des dispositions applicables de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MiFID). Avant toute décision d'investissement, l'investisseur doit s'assurer de comprendre en tout point les caractéristiques de l'Investissement concerné ainsi que les risques encourus. A cette fin, il doit lire la brochure «Risques inhérents au commerce d'instruments financiers» de l'ASB. Les produits structurés ne sont pas considérés comme des placements collectifs de capitaux au sens de loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) et ne sont dès lors soumis ni aux dispositions de cette dernière ni à la surveillance de la FINMA.

**Distributeur: Bank Pictet & Cie (Europe) AG** est un établissement de crédit de droit allemand, autorisé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), l'autorité de surveillance des marchés financiers allemande, et soumis à la surveillance de cette dernière. Son siège social se trouve Neue Mainzer Str. 2-4, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne.

**Bank Pictet & Cie (Europe) AG, succursale de Luxembourg**, est une entité agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et soumise à la surveillance de cette dernière ainsi qu'à la surveillance partielle de la Commission luxembourgeoise de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

**Bank Pictet & Cie (Europe) AG, succursale de Paris**, est une entité agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et

soumise à la surveillance de cette dernière ainsi qu'à la surveillance partielle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF). **Bank Pictet & Cie (Europe) AG, succursale italiana**, est une entité agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et soumise à la surveillance de cette dernière ainsi qu'à la surveillance partielle de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

**Bank Pictet & Cie (Europe) AG, succursale en España**, est une entité agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et soumise à la surveillance de cette dernière ainsi qu'à la surveillance partielle de la Banque d'Espagne et de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

**Bank Pictet & Cie (Europe) AG, succursale de Monaco**, est une entité agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et soumise à la surveillance de cette dernière ainsi qu'à la surveillance partielle de la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF). Le Document ne comporte ni un conseil en investissement au sens des dispositions applicables de la MiFID ni le résultat d'une recherche en investissement au sens de MiFID. Avant toute décision d'investissement, l'investisseur doit s'assurer de comprendre en tout point les caractéristiques de l'Investissement concerné ainsi que les risques encourus. A cette fin, il doit lire la brochure «Description générale des risques associés aux instruments financiers».

**Distributeur: Bank Pictet & Cie (Europe) AG, London Branch («Pictet London Branch»)**. Pictet London Branch est une succursale de Bank Pictet & Cie (Europe) AG. Bank Pictet & Cie (Europe) AG est un établissement de crédit de droit allemand, inscrit au registre du commerce allemand (Handelsregister) sous le numéro HRB 131080, autorisé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), l'autorité de surveillance des marchés financiers allemande, et soumis à la surveillance de cette dernière. Son siège social se trouve Neue Mainzer Str. 2-4, 60311 Francfort-sur-le-Main, Allemagne. Pictet London Branch est inscrite en tant qu'établissement britannique auprès de la Companies House (sous le numéro BR016925) et a son siège social Stratton House, 6th Floor, 5 Stratton Street, Londres W1J 8LA. Elle est agréée par la BaFin et soumise à la surveillance de cette dernière. Elle est également agréée par la Prudential Regulation Authority et soumise à la surveillance de la Financial Conduct Authority ainsi qu'à la surveillance partielle de la Prudential Regulation Authority. Des précisions concernant l'étendue de la surveillance exercée par la Prudential Regulation Authority sont disponibles sur demande auprès de Pictet London Branch. Le Document ne comporte ni un conseil en investissement tel que défini dans le manuel de la Financial Conduct Authority intitulé «Handbook of rules and guidance» («le Manuel de la FCA») ni le résultat d'une recherche en investissement au sens du Manuel de la FCA. Avant toute décision d'investissement, l'investisseur doit s'assurer de comprendre en tout point les caractéristiques de l'Investissement

concerné ainsi que les risques encourus. A cette fin, il doit lire l'annexe 4 «Risk Warnings Relating to Trading in Financial Instruments» (Avertissement concernant les risques liés au négoce d'instruments financiers) des Conditions générales de Pictet London Branch.

**Distributeur: Pictet Bank & Trust Limited** est un établissement autorisé par la Central Bank of The Bahamas et la Securities Commission of The Bahamas, et soumis à la surveillance de ces dernières. Son siège se trouve Building 1, Bayside Executive Park, West Bay Street & Blake Road, Nassau, New Providence, The Bahamas. Avant toute décision d'investissement, l'investisseur doit s'assurer de comprendre en tout point les caractéristiques de l'Investissement concerné ainsi que les risques encourus. A cette fin, il doit lire la brochure «Risques inhérents au commerce d'instruments financiers» de l'ASB.

**Distributeurs: Bank Pictet & Cie (Asia) Ltd («BPCAL»), à Singapour, et/ou Banque Pictet & Cie SA, Hong Kong Branch («Pictet HK Branch»), à Hong Kong.** Les données, outils et ressources présentés dans le Document le sont uniquement à titre indicatif. Ils ne sauraient être considérés comme une offre ou un appel d'offres ou comme une incitation à acheter ou à vendre des titres, des matières premières, des produits dérivés, des contrats à terme (applicable uniquement à Singapour) ou tout autre instrument financier (les Investissements), ou à y souscrire, ou à établir une relation juridique de quelque nature que ce soit, ni ne sauraient être utilisés à de telles fins. De même, ils ne constituent ni un conseil ni une recommandation concernant des Investissements. Le Document ne reflète pas la politique d'investissement de BPCAL/Pictet HK Branch et ne constitue pas une recommandation d'investissement. Il présente uniquement les avis, hypothèses et méthodes d'analyse des analystes qui l'ont rédigé. BPCAL/Pictet HK Branch peut avoir publié ou diffusé d'autres rapports ou documents ne concordant pas avec les informations fournies dans le Document ou formulant des conclusions différentes. BPCAL/Pictet HK Branch se réserve le droit d'utiliser les informations figurant dans le Document ou d'agir en se fondant sur ces informations, et ce, à tout moment, y compris avant la publication du Document. BPCAL/Pictet HK Branch et les autres sociétés du groupe Pictet, ainsi que leurs collaborateurs, sont susceptibles de détenir des positions acheteuses (long) ou à découvert (short) dans des Investissements mentionnés dans le Document, d'acheter ou de vendre ces Investissements, ou de détenir un droit sur ces Investissements. Elles sont également susceptibles d'avoir établi des relations avec les émetteurs des Investissements mentionnés dans le Document ou avec des entités liées à ces Investissements. Enfin, BPCAL/Pictet HK Branch et les autres sociétés du groupe Pictet, ainsi que leurs collaborateurs, sont susceptibles de détenir des participations importantes entrant en conflit avec les intérêts des destinataires du Document. Pour ces raisons, BPCAL/Pictet HK Branch et les autres sociétés du groupe Pictet, ainsi que leurs collaborateurs, sont susceptibles d'agir d'une manière entrant en contradiction

avec les informations et/ou les opinions contenues dans le Document. Les informations utilisées pour la rédaction du Document peuvent avoir été fournies ou communiquées intégralement ou en partie à des collaborateurs de BPCAL/Pictet HK Branch et/ou à un ou plusieurs de leurs clients avant de parvenir à leurs destinataires, et peuvent avoir été prises en compte par BPCAL/Pictet HK Branch ou par lesdits collaborateurs et/ou clients.

**Singapour:** Le Document n'est pas destiné, à des fins de distribution, de publication ou d'utilisation, à des personnes qui ne seraient pas des investisseurs qualifiés, avertis ou institutionnels au sens de l'art. 4A de la loi sur les valeurs mobilières et les contrats à terme de Singapour (Securities and Futures Act 2001, SFA). De plus, il n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat, ou qui auraient leur domicile, leur résidence ou leur siège dans un lieu, un Etat ou une juridiction où sa publication, sa diffusion, sa consultation ou son utilisation seraient contraires aux lois ou aux règlements en vigueur, ou dans un lieu, un Etat ou une juridiction où BPCAL et ses sociétés affiliées ou apparentées seraient soumises à des exigences en matière de prospectus ou d'enregistrement. BPCAL dispose d'une licence de «wholesale bank» délivrée par l'autorité de surveillance des marchés financiers de Singapour (Monetary Authority of Singapore, MAS), en vertu de la loi sur les banques de Singapour (Banking Act 1970), et bénéficie d'une dérogation à l'obligation d'obtenir un agrément en tant que conseiller financier, en vertu de la loi sur les conseillers financiers de Singapour (Financial Advisers Act 2001), ainsi qu'à l'obligation d'obtenir un agrément pour la fourniture de services

liés aux marchés des capitaux, en vertu de la SFA. Il convient de se mettre en relation avec BPCAL, à Singapour, en cas de question liée au Document.

**Hong Kong:** Le Document n'est pas destiné, à des fins de distribution, de publication ou d'utilisation, à des personnes qui ne seraient pas des investisseurs professionnels au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les opérations à terme (Securities and Futures Ordinance, SFO; chapitre 571 des lois de Hong Kong) et des règles qui en découlent. De plus, il n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat, ou qui auraient leur domicile, leur résidence ou leur siège dans un lieu, un Etat ou une juridiction où sa publication, sa diffusion, sa consultation ou son utilisation seraient contraires aux lois ou aux règlements en vigueur, ou dans un lieu, un Etat ou une juridiction où Pictet HK Branch et ses sociétés affiliées ou apparentées seraient soumises à des exigences en matière de prospectus ou d'enregistrement. Le destinataire peut demander à Pictet HK Branch de s'abstenir d'utiliser ses données personnelles à des fins promotionnelles. Cette démarche est sans frais. A cette fin, il convient de contacter le délégué à la protection des données par courrier électronique ([asia-data-protection@pictet.com](mailto:asia-data-protection@pictet.com)) ou postal, à l'adresse de Pictet HK Branch indiquée ci-dessous. Lorsqu'elle distribue un Investissement en tant que mandataire d'un prestataire de services tiers, Pictet HK Branch distribue l'Investissement concerné pour le compte du prestataire de services tiers et l'Investissement concerné est un Investissement du prestataire de services tiers et non de Pictet HK Branch. S'agissant des litiges pouvant faire l'objet d'un règlement (tels que définis dans les «Terms of Reference for the Financial Dispute Resolution

Centre» en relation avec le «Financial Dispute Resolution Scheme») susceptibles de survenir avec Pictet HK Branch au sujet du processus de vente ou du traitement d'une transaction donnée, Pictet HK Branch est tenue de s'engager avec le destinataire dans une procédure de résolution des litiges financiers; tout litige portant sur les conditions contractuelles de l'Investissement concerné doit cependant se régler directement avec le prestataire de services tiers. Banque Pictet & Cie SA, société anonyme de droit suisse, est un établissement autorisé au sens de la réglementation bancaire de Hong Kong (Banking Ordinance) et dûment enregistré (numéro de licence BMG891) conformément à la SFO, exerçant des activités réglementées de type 1 (négoce de titres), de type 4 (conseils en matière de titres) et de type 9 (gestion d'actifs). Pictet HK Branch a son siège 9/F Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong.

**Avertissement:** le contenu du Document n'a pas été examiné par une autorité de surveillance de Hong Kong. Il est conseillé au destinataire de considérer les Investissements avec prudence et de consulter un spécialiste indépendant s'il a le moindre doute au sujet du contenu du Document. Il convient de se mettre en relation avec Pictet HK Branch, à Hong Kong, en cas de question liée au Document.

Pour plus d'informations sur la protection des données personnelles, il convient de se référer à la «Déclaration en matière de protection des données du groupe Pictet», disponible à l'adresse [pictet.com/privacynotice](http://pictet.com/privacynotice)