

# NOTRE POINT DE VUE

## Mars 2021



## L'horizon s'éclaircit

### Situation macro-économique

Un an après les premiers décès liés à la COVID-19 en Europe et aux Etats-Unis, de nouveaux variants du virus contraignent les gouvernements à maintenir des restrictions strictes. Les consommateurs ont donc choisi d'accroître leur épargne plutôt que de dépenser et (même si la confiance des entreprises s'est améliorée dans le secteur manufacturier) de nombreuses entreprises de services restent à la peine. Les programmes d'aide fiscale (comme le plan de 1 900 Md\$ du Président Biden) restent indispensables aux économies développées. Dans le même temps, les programmes de vaccination se sont accélérés (notamment au Royaume-Uni et aux Etats-Unis), laissant espérer un assouplissement des mesures de confinement d'ici à l'été prochain, suivi d'une reprise cyclique synchronisée au S2.

### Banques centrales

Une demande plus soutenue de l'industrie, des baisses de production et des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement ont poussé les prix de nombreuses matières premières à des plus-hauts de plusieurs années, faisant redouter une hausse de l'inflation. En effet, les comparaisons en glissement annuel avec l'effondrement des prix pétroliers survenu au printemps dernier pourraient tirer l'inflation globale vers le haut d'ici à l'été. Les banques centrales ont toutefois confirmé qu'elles jugent ces pressions éphémères. Dans son discours prononcé récemment devant le Congrès, le président de la Réserve fédérale (Fed), Jay Powell, a fait valoir que les risques inflationnistes restent orientés à la baisse. Dans ce contexte, nous estimons que les banques centrales veilleront à ce que les conditions financières restent très accommodantes, en maintenant les taux directeurs et en poursuivant leurs programmes d'achat d'actifs au rythme actuel.

### Marchés financiers

La reprise cyclique imminente, l'ampleur des plans d'aide fiscale de Joe Biden et l'émergence des pressions inflationnistes sont autant de facteurs qui ont poussé les rendements obligataires toujours plus haut depuis l'été dernier, les ramenant aux niveaux antérieurs à la crise. Comme c'est souvent le cas (l'actualisation des flux de trésorerie à long terme à des taux plus élevés aboutit à une baisse de la valeur actuelle nette pour les actions), les marchés actions ont été malmenés récemment, en particulier les valeurs de croissance surévaluées, tandis que les valeurs cycliques et les titres « value » ont mieux résisté. Sous l'effet de la baisse des prix des obligations et des actions fin février, le dollar a bénéficié des flux vers les valeurs refuges, gagnant ainsi du terrain face aux devises des économies avancées et émergentes.

### Conclusion

Notre confiance dans les marchés actions mondiaux demeure intacte et nous conservons une position fortement Surpondérée. En termes de régions, nous préférons encore les marchés les plus sensibles à une reprise cyclique, en particulier les marchés émergents, le Japon et l'Europe. Nos allocations sectorielles visent une large diversification entre les valeurs de croissance (dans les technologies, par exemple) et les retardataires sous-évalués qui devraient bénéficier de la reprise cyclique. Au sein des marchés obligataires, nous sommes globalement Sous-pondérés, à l'exception des obligations des marchés émergents. Enfin, notre position sur le dollar n'a pas changé. Nous estimons que le billet vert devrait encore céder du terrain en 2021.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA25/S1/21

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Datastream le 05/03/2021.



# NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

Le tableau ci-dessous présente les dernières conclusions de notre Comité global d'investissement.

		Synthèse des vues					
		Très sous-pondéré	Sous-pondéré	Neutre	Sur-pondéré	Très sur-pondéré	Variation depuis dernier GIC
<b>ACTIONS</b>	<b>ACTIONS MONDE</b>						
	Etats-Unis						
	Zone euro						
	Royaume-Uni						
	Japon						
	Emergents						
<b>MARCHE OBLIGATAIRE</b>	<b>TAUX</b>						
	<b>Obligations US</b>						
	Breakeven US						
	<b>Obligations allemandes</b>						
	Breakeven ZE						
	<b>Obligations britanniques</b>						
	Breakeven RU						
	<b> Dette émergente (USD)</b>						
	<b>ENTREPRISES</b>						
	<b>Entreprises (US)</b>						
	<b>Haut rendement (US)</b>						
	<b>Entreprises (ZE)</b>						
	<b>Haut rendement (ZE)</b>						
	<b>Entreprises (RU)</b>						
<b>Haut rendement (RU)</b>							
<b>Duration USD *</b>							
<b>Duration EUR *</b>							
<b>Duration GBP *</b>							
<b>DEVISES</b>	<b>EURUSD</b>						
	<b>USDJPY</b>						
	<b>GBPUSD</b>						-
	<b>EURCHF</b>						
	<b>Emergents contre dollar US</b>						
<b>MAT. PR</b>	<b>Pétrole (Brent)</b>						
	<b>Or</b>						
<b>FONDS ALTERNATIFS</b>	<b>STRATEGIES ALTERNATIVES</b>						
	<b>Long-short Equity</b>						
	<b>Event-Driven</b>						
	<b>Fixed Income Arbitrage</b>						-
	<b>Global Macro / CTAs</b>						

Sur-p.	Positionnement	*Duration
Neutre	Surpondéré	Longue
Sous-p.	Neutre	Intermédiaire
	Sous-pondéré	Courte

ACTIONS	
<b>Etats-Unis</b>	Nous restons Neutres sur les actions américaines dont les valorisations restent chères et mettons l'accent sur l'importance de se diversifier dans des secteurs sous-évalués, plus sensibles aux cycles.
<b>Zone euro (ZE)</b>	Les actions de la zone euro ont renoué avec la surperformance amorcée en novembre, les marchés ayant réagi aux résultats excellents des essais vaccinaux. Nous continuons de Surpondérer la région avec une préférence pour les secteurs plus sensibles aux cycles.
<b>Royaume-Uni</b>	L'espoir suscité par les campagnes de vaccination rapides a fait grimper la livre sterling, un facteur négatif pour de nombreuses grandes capitalisations qui réalisent une part significative de leurs bénéfices à l'étranger. Nous restons Neutres.
<b>Suisse</b>	Le marché est dominé par des actions défensives de qualité, ce qui devrait contribuer à amortir les effets d'une baisse.
<b>Japon</b>	Nous continuons de Surpondérer les actions japonaises qui ont atteint récemment des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis début 1991, mais cette fois, sans avoir des valorisations excessives.
<b>Pays émergents</b>	Nous tablons sur une reprise plus soutenue de la croissance que dans les économies avancées. Nous restons fortement Surpondérés.

OBLIGATIONS	
<b>Souveraines</b>	Les obligations d'Etat restent peu attrayantes, offrant des rendements négligeables ou négatifs aux investisseurs. Nous continuons de fortement Sous-pondérer.
<b>Maturités*</b>	Nous préférons toujours les obligations à court terme, moins sensibles à une hausse des taux.
<b>Indexées sur l'inflation</b>	L'inflation globale devrait repartir à la hausse au printemps, compte tenu de l'augmentation des prix de l'énergie observée depuis la chute survenue en avril 2020.
<b>Entreprises</b>	Les spreads se sont encore resserrés vers des plus-bas historiques et nous continuons de Sous-pondérer.
<b>Haut rendement</b>	Les rendements ayant atteint de nouveaux plus-bas historiques à la mi-février, le segment du haut rendement (HY) ne compense pas suffisamment le risque de défaut, et nous restons Sous-pondérés.
<b>Dette émergente</b>	Nous continuons de préférer les émetteurs asiatiques, compte tenu de la reprise cyclique déjà bien engagée.

DEVISES	
<b>EUR/USD</b>	Sans motif justifié, l'euro reste sous-évalué en termes de parité de pouvoir d'achat, d'environ -16%.
<b>GBP/USD</b>	La livre sterling a signé la meilleure performance depuis le début de l'année face à l'USD grâce aux campagnes de vaccination rapides au Royaume-Uni en comparaison d'autres économies avancées.
<b>EUR/GBP</b>	Les perturbations post-Brexit pourraient peser sur la livre sterling contre l'euro dans les prochains mois.
<b>USD/JPY</b>	L'optimisme a tiré les valeurs refuges comme le JPY vers le bas, mais puisque l'USD/JPY est désormais proche de sa juste valeur. Nous restons Neutres.
<b>EUR/CHF</b>	Les marchés sont de plus en plus convaincus que l'année 2021 sera marquée par une reprise cyclique mondiale, ce qui a contribué à affaiblir le franc. Nous anticipons une période de consolidation pour l'EUR/CHF.
<b>Devises émergentes</b>	Nous estimons que le renminbi consolidera dans les prochains mois avant de s'apprécier de nouveau.

ALTERNATIVES	
<b>Hedge funds</b>	Nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.
<b>Or</b>	Les dépenses budgétaires et l'espoir d'un assouplissement des mesures de confinement ont affaibli la demande de valeurs refuges. Le cours de l'or devrait se redresser dès que les taux réels s'inscriront de nouveau en baisse.
<b>Pétrole</b>	Les prix pétroliers devraient consolider dans les prochains mois alors que les baisses de production compensent une demande atone à court terme.

Source : SGPB, 05/03/2021

\* Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans

HY = obligations à haut rendement (de meilleurs rendements, plus de risques), IG = Investment Grade bonds (meilleure qualité, mais moins de rendement)

## FOCUS ECONOMIQUE

### Des rendements chahutés par les anticipations d'inflation

Le monde de l'investissement s'effondre alors qu'il assimile la possibilité d'une remontée de l'inflation, un changement de paradigme qui intervient après des décennies de faibles hausses des prix. De fait, depuis la grande crise financière, le spectre de la déflation a été la préoccupation majeure des grandes banques centrales.

Ce bouleversement potentiel a plusieurs origines. **Tout d'abord**, si l'assouplissement quantitatif (QE) et les dépenses financées par le déficit ne sont pas des phénomènes nouveaux, l'importance des opérations en cours représente assurément une nouveauté. Plus particulièrement, l'administration Biden est en train de faire passer un plan fiscal de 1 900 Md\$ en plus de la loi d'aide de 900 Md\$ votée par son prédécesseur fin décembre (qui représentent, conjointement, un pourcentage stupéfiant de 13,4% du PIB). Et les banques centrales font leur part. Les achats cumulés de la Banque centrale européenne (BCE) se sont envolés de 39% du PIB à 63% sur les 12 derniers mois.

**Ensuite**, la masse monétaire a augmenté de façon spectaculaire, en particulier aux Etats-Unis. Rien de tel ne s'est produit après la grande crise financière, le QE étant resté pour l'essentiel dans les bilans des banques. La demande de prêts a été modérée, et le multiplicateur monétaire est donc demeuré faible. La différence cette fois-ci a trait à l'ampleur des dépenses budgétaires, une grande partie allant directement aux ménages au travers de paiements directs, jusqu'à 3 200 \$ chacun pour les Américains les plus démunis, par exemple, si le plan d'aide de Joe Biden est approuvé. Du jamais vu.

**De plus**, avec une montée en puissance rapide des vaccinations dans la plupart des pays développés, on s'attend à ce que les dépenses augmentent en flèche dès que les restrictions sur la mobilité seront levées plus tard cette année. Les économistes redoutent que des dépenses de consommation effrénées n'entraînent une surchauffe de la reprise économique mondiale et n'attisent les pressions inflationnistes engendrées par les dépenses publiques et les excès monétaires.

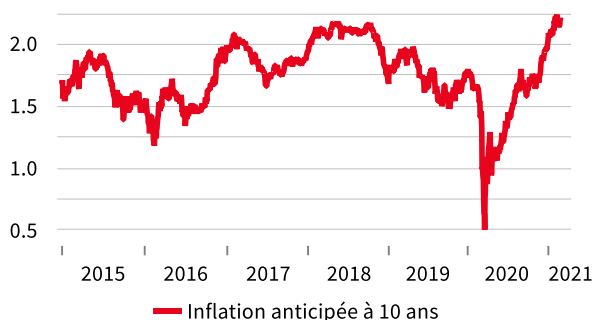
**Enfin**, les prix des matières premières ont explosé ces derniers mois. L'indice Bloomberg Commodity Spot s'est inscrit en hausse de 34% sur les 12 derniers mois.

Pour ces raisons, les anticipations d'inflation ont augmenté par rapport aux plus-bas historiques observés au plus fort de la pandémie l'année dernière (voir graphique ci-dessous). Et les implications pour les marchés sont considérables. Les craintes d'une accélération de l'inflation ont nettement fait grimper les rendements des obligations d'Etat à travers le monde, les investisseurs cherchant des rendements plus élevés pour préserver les revenus corrigés de l'inflation. Cette situation a eu, à son tour, des répercussions sur les marchés actions. Ces dernières années, les investisseurs se sont montrés tolérants vis-à-vis des valorisations plus élevées, compte tenu des taux négligeables ou négatifs fixés par les banques centrales et des rendements obligataires historiquement bas. Cependant, l'actualisation de la croissance des flux de trésorerie à long terme à des taux plus élevés aboutit à une baisse de la valeur actuelle nette, surtout pour les actions chères.

Nous sommes convaincus que les marchés se sont quelque peu emballés face aux anticipations d'inflation, compte tenu des écarts de production énormes observés aujourd'hui. Les niveaux de chômage demeurent élevés, on observe une forte sous-utilisation des capacités dans les usines et les magasins de détail, et des pans entiers de l'économie dépendent des subventions publiques pour simplement se maintenir à flot. Cette surcapacité énorme doit être examinée avant que les pressions salariales et les goulets d'étranglement ne commencent à faire grimper l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, des tendances structurelles à long terme, comme le vieillissement de la population et les inégalités, restent solidement ancrées (les personnes plus âgées et plus riches ont tendance à épargner davantage et à dépenser moins).

**Conclusion.** Nous anticipons une hausse de l'inflation cette année, dans la mesure où nous observons les effets des facteurs évoqués précédemment, mais nous estimons qu'il s'agira d'un phénomène passager, et non structurel, compte tenu des surcapacités de production. Par ailleurs, nous croyons les banquiers centraux sur parole lorsqu'ils affirment qu'ils n'ont pas l'intention de relever les taux tant que le chômage et l'activité économique ne seront pas revenus aux niveaux antérieurs à la pandémie. Il est beaucoup plus vraisemblable qu'ils interviennent pour freiner la hausse des rendements (en achetant des obligations à long terme dans le cadre des programmes QE en cours, par exemple), plutôt que de relever les taux et de compromettre une reprise balbutiante.

Les anticipations d'inflation ont augmenté



Source : SGPB, Macrobond, 04/03/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

# MARCHES OBLIGATAIRES

## Nous continuons de Sous-pondérer

Les banques centrales devraient poursuivre leurs achats d'actifs, contribuant ainsi à maintenir les rendements des obligations d'Etat à des niveaux proches ou inférieurs aux taux d'inflation. Les écarts de rendement (« spreads ») des obligations d'entreprise de qualité (« investment grade », IG) et à haut rendement (« high yield », HY) sont extrêmement serrés et nous continuons de Sous-pondérer.

### Taux

**États-Unis.** Les rendements ont poursuivi leur hausse en février, portés par l'espoir de mesures de relance fiscale massives et des plus-hauts sur plusieurs années des matières premières. Par ailleurs, la progression rapide des programmes de vaccination a renforcé la conviction que les mesures de confinement seront progressivement éliminées, ouvrant la voie à une reprise solide au S2. Il existe toutefois des sujets de préoccupation, en particulier le marché du travail où le nombre d'américains en activité est inférieur de 10 millions aux niveaux antérieurs à la crise. Cette baisse laisse entendre que la Fed pourrait poursuivre une politique accommodante, en continuant à acheter massivement des bons du Trésor, ce qui contribuera à limiter la progression des rendements.

**Zone euro.** Le potentiel de hausse des rendements des obligations d'Etat du noyau dur a été relativement modeste, le rendement des obligations d'Etat allemandes (Bund) à 10 ans s'établissant à -0,34%, 30 points de base (pb) seulement au-dessus des plus-bas de novembre. Cette évolution reflète la rechute en récession provoquée par le maintien des mesures de confinement et la mise en place de couvre-feux, ainsi que par le démarrage lent des programmes de vaccination. Par ailleurs, la Banque centrale européenne (BCE) a clairement indiqué que les achats d'actifs pourraient se poursuivre au rythme soutenu actuel. Mais, une reprise cyclique se profilant au S2, les rendements des obligations ne devraient pas chuter plus bas.

**Royaume-Uni.** Le rendement des obligations d'Etat à 10 ans (« gilts ») s'est envolé en février, gagnant presque 50 pb alors que l'accélération mondiale des vaccinations a suscité l'espoir d'une reprise économique rapide. Et avec une inflation sous-jacente à 1,4% en janvier, de nombreux investisseurs estiment que les rendements ne peuvent qu'augmenter. Cependant, l'économie reste enlisée dans la récession et les restrictions ne devraient être complètement levées qu'en juin. Par ailleurs, même si la Banque d'Angleterre a exclu des taux directeurs négatifs, elle ne devrait pas durcir sa politique monétaire à court terme. Cela étant, le potentiel de hausse du rendement des gilts devrait être limité pour l'heure.

### Crédit

**États-Unis.** Les rendements des obligations IG ont suivi les rendements des bons du Trésor à la hausse depuis la fin de l'année, laissant les « spreads » (c'est-à-dire les écarts de rendement) très proches des plus-bas depuis dix ans atteints en 2018. Les rendements des obligations HY spéculatives ont touché des plus-bas historiques mi-février et, avec des spreads proches de plus-bas depuis plusieurs décennies, offrent une protection limitée contre le risque de défaut. Selon nous, les perspectives pour les obligations d'entreprise en USD ne devraient guère changer et (avec des rendements faibles et des spreads serrés), nous continuons de Sous-pondérer.

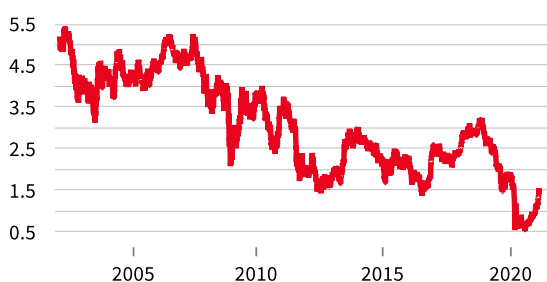
**Zone euro.** Après avoir atteint un plus-bas historique à la mi-décembre à 0,0%, les rendements des obligations IG en euros ont suivi les rendements des obligations d'Etat du noyau dur en légère hausse. Cependant, les spreads par rapport aux Bunds s'élèvent à seulement 74 pb (simplement 20 pb de plus que les obligations d'Etat espagnoles) et ne sont guère attrayants pour les investisseurs. Les rendements des obligations HY ont peu évolué ces dernières semaines et sont encore à peine supérieurs aux plus-bas historiques de 2017. Il est probable que l'environnement économique se dégrade sous le poids des mesures de confinement, ce qui pourrait fragiliser fortement les bilans affaiblis. Au global, nous continuons de Sous-pondérer le crédit libellé en euros.

**Royaume-Uni.** Le crédit libellé en livres sterling est un peu plus prometteur. Les spreads IG par rapport aux gilts ont atteint des plus-bas historiques à la mi-février et se sont à peine élargis durant la forte hausse des rendements des obligations d'Etat survenue récemment. Les spreads HY à 275 pb sont plus serrés que pour le risque de crédit comparable en euros ou en dollars. Cela pourrait refléter en partie l'espoir d'une reprise liée à la vaccination, mais ces spreads ne suffisent pas à compenser le risque de défaut.

### Marchés émergents.

Les obligations d'Etat émergentes ont suivi les bons du Trésor à la baisse en février, laissant les spreads pratiquement inchangés sur le mois à un niveau attrayant de 300 pb. Les économies émergentes devraient enregistrer une nette accélération de leur croissance à mesure que l'économie mondiale se remettra de la pandémie. Le Fonds monétaire international (FMI) table sur une croissance de +6,3% cette année et de +5,0% en 2022. Les rendements restent toutefois proches de leurs plus bas niveaux historiques et nous avons plafonné notre exposition à Neutre.

L'obligation 10 ans US est sur un plus haut d'un an



Source : SGPB, Macrobond, U.S. Department of Treasury, 04/03/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.



## ACTIONS

### L'optimisme reste de mise

Nous restons fortement Surpondérés sur les actions mondiales, avec un focus régional sur les marchés émergents, le Japon et la zone euro. Sur le plan sectoriel, les investisseurs devraient rechercher un équilibre entre des secteurs de croissance de qualité et des secteurs cycliques sous-évalués. Dans un contexte marqué par la hausse des rendements obligataires, nous estimons que la reprise des titres « Value » se poursuivra.

**US.** Les hausses récentes des rendements obligataires ont tiré les marchés actions vers le bas, en particulier ceux dont les valorisations sont les plus élevées. Cependant, les actions américaines ne restent inférieures que d'environ 3% à leurs plus-hauts historiques atteints à la mi-février. Par ailleurs, une rotation des chefs de file s'est opérée sur le marché. De fait, les petites capitalisations ont surperformé les grandes capitalisations (l'indice Russell 2000 des petites entreprises a dépassé de pratiquement 24% les grandes entreprises de l'indice Russell 1000 depuis les premières annonces de vaccins début novembre) et les actions « value » plus attractives ont mieux performé que les entreprises de « croissance » plus chères (l'indice Russell 3000 « Value » a devancé son homologue « Growth » de pratiquement 11% sur la même période).

Les actions américaines restent chères à bien des égards. Le ratio cours/bénéfices à douze mois s'élève actuellement à 23 fois, un niveau qui n'a été dépassé que durant la bulle des valeurs technologiques début 2000. Dans la mesure où les taux plus élevés pèsent sur les multiples, nous restons Neutres sur les actions américaines et nous mettons l'accent sur l'importance de se diversifier dans des secteurs plus sensibles aux cycles, sous-évalués.

**Zone euro.** En février, les actions de la zone euro ont renoué avec la surperformance amorcée en novembre, les marchés ayant réagi alors aux résultats excellents des essais vaccinaux et les investisseurs ayant commencé à orienter leurs portefeuilles vers les marchés retardataires affichant des valorisations attractives et une forte sensibilité au cycle économique. La montée en puissance initiale des vaccinations dans toute l'UE a déçu les attentes et les nouvelles mutations du virus ont maintenu les restrictions et les couvre-feux en place, une combinaison de facteurs qui pourrait maintenir la région en récession jusqu'au printemps. Cependant, l'aide fiscale déployée par les gouvernements reste généreuse, et la BCE ne semble pas disposée à renoncer à son engagement de poursuivre une politique monétaire accommodante.

Alors que les vaccinations commencent à s'accélérer, nous restons convaincus que la zone euro bénéficiera, à l'instar des Etats-Unis et du Royaume-Uni, d'une reprise cyclique au S2, peut-être avec un décalage de deux mois. Les analystes ont déjà commencé à revoir à la hausse leurs anticipations de bénéfices (voir graphique) et nous continuons de Surpondérer avec une préférence pour les secteurs plus sensibles aux cycles.

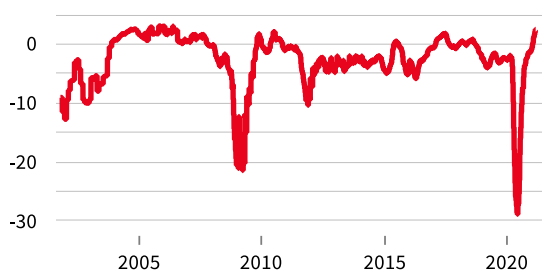
**Royaume-Uni.** Les enquêtes de confiance des chefs d'entreprise se sont considérablement améliorées en février, poussées par les progrès en matière de vaccination, et le gouvernement a annoncé une feuille de route détaillée pour lever l'ensemble des restrictions d'ici à la fin juin. La livre sterling s'est toutefois fortement appréciée face à l'USD et à l'EUR, une mauvaise nouvelle pour les exportateurs britanniques qui s'adaptent aux formalités administratives post-Brexit et un frein pour les grandes capitalisations qui réalisent une part significative de leurs bénéfices à l'étranger. Dans l'ensemble, nous restons Neutres.

**Suisse.** Depuis novembre dernier, les actions suisses ont sous-performé leurs homologues, les investisseurs s'étant recentrés sur les marchés plus sensibles aux cycles, comme la zone euro. Le marché est dominé par des actions défensives de qualité (ce qui devrait contribuer à amortir les effets d'une baisse) mais ne devrait pas renouer avec la surperformance pour le moment.

**Japon.** Les actions japonaises ont atteint récemment des plus-hauts de plusieurs décennies, s'élevant finalement à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis début 1991 après l'éclatement de la bulle boursière de Tokyo. Mais cette fois, la hausse des actions nippones ne s'est pas accompagnée de valorisations excessives comme l'indique le ratio cours/bénéfices ajusté du cycle (une mesure des niveaux actuels du marché en regard des bénéfices tendanciels) qui reste inférieur de 6% à sa médiane sur 20 ans. Avec un rendement du dividende solide de 2%, nous continuons de Surpondérer.

**Marchés émergents.** Les marchés émergents ont sous-performé les actions mondiales en février, les investisseurs ayant pris des bénéfices après plusieurs mois de forte surperformance. A court terme, nous tablons sur une reprise plus soutenue de la croissance que dans les économies avancées, favorisée par la reprise des échanges commerciaux et les ruptures d'approvisionnement sur les marchés émergents, ce qui devrait contribuer à améliorer la capacité des exportateurs émergents à augmenter les prix. Dans ce contexte, la croissance des bénéfices devrait être soutenue cette année, tandis que les valorisations restent plus attractives qu'aux Etats-Unis et en Europe. Nous estimons que les actions émergentes se redresseront après l'accès de faiblesse observé récemment et nous restons optimistes pour 2021.

#### Les anticipations des bénéfices en zone euro revues à la hausse



Source : SGPB, Macrobond, MSCI, 04/03/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

## DEVISES

### Une consolidation vraisemblable

La monnaie de réserve mondiale (qui s'inscrit dans une tendance baissière durable depuis un an) a mieux performé ces dernières semaines malgré des mesures de relance imminentes aux Etats-Unis, principalement sous l'effet de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Cependant, sans motif justifié, l'euro reste sous-évalué en termes de parité de pouvoir d'achat.

**Indice dollar.** La monnaie de réserve mondiale (qui s'inscrit dans une tendance baissière durable depuis un an) a mieux performé ces dernières semaines malgré des mesures de relance imminentes aux Etats-Unis, principalement sous l'effet de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Il est toutefois prudent de se rappeler que les rendements américains eux-mêmes s'inscrivent en hausse en partie en raison de la montée des anticipations d'inflation, ce qui pourrait affaiblir le dollar. Par ailleurs, l'ampleur des mesures de relance fiscale (les plans actuels représentent environ 13% du PIB) pourrait laisser craindre une dépréciation de la monnaie.

**EUR/USD.** L'euro se négocie dans une fourchette de 1,19-1,24 contre l'USD depuis début janvier. Nous sommes actuellement à la limite inférieure de cette fourchette, et avec l'EUR/USD proche de la moyenne mobile à 100 jours, nous estimons que la consolidation se poursuivra à court terme. L'activité pourrait refléter les fluctuations de l'appétit pour le risque, le dollar s'appréciant sous l'effet de l'aversion pour le risque et l'euro bénéficiant des périodes de regain d'optimisme. Cependant, parmi les principales paires de devises, l'EUR/USD est la plus fortement sous-évaluée en termes de parité de pouvoir d'achat, d'environ -16%.

**GBP/USD.** Les investisseurs ont été haussiers sur la livre sterling, en raison principalement de la rapidité des campagnes de vaccination et du fait que la Banque d'Angleterre semble avoir exclu des taux négatifs pour le moment. Compte tenu de ces facteurs, elle a signé la meilleure performance face à l'USD cette année. La livre a toutefois atteint des niveaux de surachat à 1,42 récemment et devait faire l'objet d'une correction. Nous estimons que le rebond de la GBP/USD marquera le pas et passons à Neutre pour l'instant.

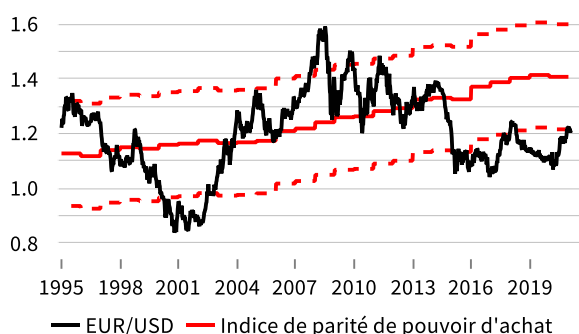
**USD/JPY.** Le dollar a franchi la barre des 107 contre le yen japonais, son plus haut niveau depuis juillet 2020. Cette évolution (le yen a baissé de 4% depuis le début de l'année) s'explique par le rythme soutenu des vaccinations contre la COVID-19 aux Etats-Unis et par les plans de dépenses massifs de Joe Biden, qui ont fait grimper les rendements en dollars et laissé espérer une reprise économique soutenue. Cet optimisme a tiré les valeurs refuges comme le JPY vers le bas, mais puisque l'USD/JPY est désormais proche de sa juste valeur, nous restons Neutres.

**EUR/CHF.** Le franc suisse a longtemps été surévalué mais a été très recherché comme valeur refuge dans les périodes de troubles, une combinaison inconfortable pour une petite économie ouverte. Durant une grande partie du printemps 2020, la Banque nationale suisse avait été contrainte d'intervenir sur le marché des changes pour éviter que l'EUR/CHF ne tombe sous 1,05. Depuis, cependant, les marchés sont de plus en plus convaincus que l'année 2021 sera marquée par une reprise cyclique mondiale, ce qui a contribué à affaiblir le franc. Nous anticipons dorénavant une période de consolidation pour l'EUR/CHF.

**Marchés émergents.** L'indice JP Morgan des devises émergentes a fléchi de 2% depuis fin 2020, après avoir rebondi de pratiquement 11% par rapport aux plus-bas d'avril. Le récent accès de faiblesse est lié aux sorties de capitaux (de nombreux investisseurs fuient les actifs émergents en période de hausse des taux en dollars). Cependant, un effet secondaire de la pandémie a été l'amélioration de la balance courante de nombreux pays. Le Mexique, par exemple, est passé d'un déficit modeste en 2019 à un excédent de 2,4%, le plus élevé depuis les années 1980. Par ailleurs, la reprise cyclique mondiale devrait soutenir les actifs émergents, en attirant de nouvelles entrées de capitaux.

**USD/CNY.** La gestion de la pandémie par la Chine en 2020 a permis au pays de rouvrir beaucoup plus tôt que les économies avancées, évitant ainsi de devoir recourir au soutien fiscal massif accordé par les gouvernements occidentaux. Les ratios d'endettement de la Chine ont donc moins souffert qu'aux Etats-Unis ou dans l'UE. Par ailleurs, les rendements des obligations d'Etat en CNY à 10 ans sont sensiblement supérieurs à leurs homologues occidentaux. La Chine devient ainsi l'un des marchés d'obligations d'Etat les plus attractifs. Cette situation a alimenté un rebond du CNY de 7% depuis un an environ. Mais il semble toutefois s'essouffler (seulement 1% de cette hausse a été enregistré en 2021) et les Chinois seront réticents à laisser leur devise trop s'apprécier dorénavant.

#### L'euro reste sous-évalué sans réelle justification



Source : SGPB, Macrobond, OCDE, 04/03/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.



## ALTERNATIVES

### Une offre encore restreinte de l'OPEP+

Les prix pétroliers devraient consolider dans les prochains mois alors que les baisses de production compensent une demande atone à court terme. Le cours de l'or devrait se redresser dès que les taux réels s'inscriront de nouveau en baisse. Dans les hedge funds, nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.

#### Matières premières

**Pétrole.** Les prix pétroliers ont augmenté régulièrement, gagnant plus de 70% depuis que les annonces de vaccins en novembre ont laissé espérer qu'une reprise cyclique cette année ramènerait la demande de pétrole aux niveaux antérieurs à la crise. Ces espoirs ont depuis été renforcés par des plans massifs de dépenses budgétaires aux Etats-Unis et une progression rapide des campagnes de vaccination. Par ailleurs, l'offre s'est contractée. La production américaine a reculé d'une moyenne de 13,0 millions de barils par jour (mb/j) en février dernier à 10,4 le mois dernier, le froid extrême ayant perturbé de nombreux gisements pétroliers au Texas. Et l'OPEP et ses alliés (OPEP+) ont décidé début mars de repousser une augmentation prévue de la production de 500 000 b/j, l'Arabie saoudite prolongeant la limitation volontaire de sa production de 1 mb/j d'un mois supplémentaire.

Cette dynamique devrait contribuer à réduire les excédents de stocks dans les prochains mois. Cependant, les mesures de restriction de la mobilité aux Etats-Unis et en Europe laissent entendre que la demande actuelle de pétrole reste sensiblement inférieure aux plus-hauts antérieurs à la crise et (avec des prix pétroliers de retour aux niveaux de janvier 2020) les producteurs américains de pétrole de schiste pourraient bientôt être en mesure d'attirer de nouveaux capitaux d'investissement pour financer une hausse de la production.

Les prix pétroliers semblent désormais appelés à se négocier entre 60 et 70 \$ le baril de Brent dans les prochains mois.

**L'Or.** Le cours de l'or a été tiré vers le bas par un certain nombre de facteurs. Les dépenses budgétaires et l'espoir d'un assouplissement des mesures de confinement ont affaibli la demande de valeurs refuges tout en poussant les prix des actions mondiales à des plus-hauts historiques à la mi-février. Les craintes d'une flambée imminente de l'inflation ont fait grimper les rendements à 10 ans ajustés de l'inflation (ou « réels »). Comme l'indique le graphique, lorsque les rendements réels augmentent, l'or a tendance à être

malmené. Et la baisse des prix a tendance à alimenter les pressions vendeuses sur les ETF liés à l'or (le volume total des avoirs en or des ETF a baissé de près de 6% par rapport aux plus-hauts d'octobre).

Cependant, la demande physique d'or montre des signes timides d'amélioration. Les distributeurs chinois ont constitué des stocks avant le rebond attendu grâce au Nouvel an lunaire, et la demande de détail est également répartie à la hausse en Inde, dopant les importations de 113% en glissement annuel. Dans les deux pays, les prix locaux affichent de nouveau une prime par rapport à la référence internationale.

Pour résumer, la baisse du cours de l'or et la progression rapide des vaccinations devraient stimuler la demande de bijoux, tandis que le rebond imminent de l'inflation devrait faire baisser les rendements réels de nouveau, limitant ainsi la faiblesse des prix.

#### Hedge funds

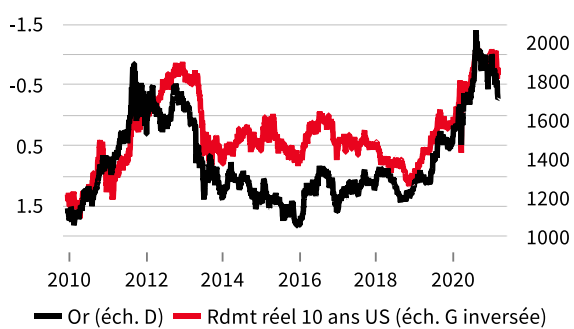
**Long/Short (L/S) Equity.** Dans le cadre d'une allocation Neutre aux fonds L/S Equity, nous continuons de préférer les gérants qui restent exposés à la hausse des prix aux stratégies Market Neutral. Ces dernières ont tendance à être aux prises avec les rotations sectorielles et de style que la reprise cyclique de cette année est susceptible d'entraîner. Et parmi les fonds plus directionnels, nous identifions plus d'opportunités aux Etats-Unis qu'en Europe.

**Event Driven.** Nous sommes passés à Neutre sur les fonds Merger Arbitrage et préférons les stratégies plus directionnelles comme les Special Situations. Ces dernières sont exposées aux titres « value », ce qui leur confère un véritable avantage dans le contexte actuel. Comme nous l'avons évoqué le mois dernier, de nombreux spécialistes Merger ont renforcé leur exposition aux SPAC (Special Purpose Acquisition Companies), ce qui pourrait laisser entrevoir une baisse des opportunités dans leur stratégie centrale.

**Fixed Income Arbitrage.** Les gérants L/S Credit aux Etats-Unis ont été à la peine récemment, un grand nombre d'entre eux s'étant laissés surprendre par le rebond des obligations à haut rendement (HY) dans l'énergie tiré par la hausse des prix pétroliers. Par ailleurs, les hausses récentes des rendements des bons du Trésor pourraient être problématiques pour les stratégies de « portage », comme les Fixed Income Arbitrage sur lesquelles nous sommes passés à Sous-pondérer.

**Global Macro / CTA.** Nous sommes passés à Surpondérer sur les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors », ou CTA). Les fonds CTA gèrent des portefeuilles bien diversifiés, ayant récemment renforcé leur exposition aux matières premières et aux devises et réduit leurs positions sur les taux. En revanche, nous sommes désormais Neutres sur les fonds Global Macro EM, compte tenu des récentes hausses des rendements américains.

L'or baisse lorsque les rendements réels augmentent



Source : SGPB, Macrobond, U.S. Dpt of Treasury, LBMA, 04/03/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

## AVERTISSEMENT IMPORTANT

Société Générale Private Banking est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous les marques « Société Générale Private Banking » et « Kleinwort Hambros », et distributeurs du présent document.

### Objet du document

Ce document est établi par des experts de Groupe Société Générale et plus particulièrement de la ligne métier Société Générale Private Banking, afin de vous permettre de bénéficier d'une information sur un certain nombre de données financières et économiques. Les noms et fonctions des personnes ayant préparé ce document sont indiqués dans les premières pages du document.

**La présente recommandation générale d'investissement à caractère promotionnel n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, et le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.**

La lecture de ce document requiert que vous disposiez des compétences et de l'expertise nécessaires pour comprendre les marchés financiers et pour maîtriser l'information financière et économique qu'elle contient. Si tel n'est pas le cas, nous vous remercions de bien vouloir prendre contact avec votre conseiller privé, afin que vous ne soyez plus destinataire de ce document. A défaut d'une telle démarche, nous considérerons que vous disposez de toutes les compétences nécessaires à la compréhension du document.

Nous vous précisons que le contenu de ce document correspond à une simple information destinée à vous aider dans vos décisions d'investissement ou de désinvestissement, et qu'il ne constitue pas une recommandation personnalisée. Vous conservez la responsabilité de la gestion de vos actifs, et la liberté de vos décisions d'investissement.

En outre, le document peut le cas échéant mentionner des classes d'actifs qui peuvent ne pas être autorisées/commercialisables dans certains pays, et/ou qui peuvent être réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. En conséquence, dans l'hypothèse où vous souhaiteriez procéder à un investissement, selon le cas et la législation applicable, votre conseiller au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont vous êtes client vérifiera si vous êtes éligible à cet investissement et si cet investissement correspond à votre profil d'investisseur.

Dans l'éventualité où vous ne souhaiteriez plus recevoir ce document, nous vous remercions d'en informer par écrit votre conseiller afin qu'il prenne les mesures nécessaires.

### Conflit d'Intérêts

Ce document contient les avis des experts de Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces experts. De plus, les experts Société Générale Private Banking sont rémunérés, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout récipiendaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, les entités Société Générale Private Banking ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, les clients de Société Générale Private Banking peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité Société Générale Private Banking dont ils sont clients.

### **Avertissement d'ordre général**

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Le contenu de ce document n'est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d'investissement, et ne constitue, de la part d'aucune entité de Société Générale Private Banking, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil, en vue d'un investissement dans les classes d'actifs mentionnées.

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale. En conséquence, avant de prendre une décision d'investissement, selon le cas et la législation applicable, l'investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont il est client, afin de déterminer s'il est éligible à procéder à l'investissement envisagé, et si cet investissement est compatible avec son profil et ses objectifs d'investissement.

Le client est également tenu, avant tout investissement, de prendre contact avec ses conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document, ainsi que son traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle.

Tout investissement requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques. L'investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d'investissement et/ou donner une instruction d'investissement uniquement sur la base de ce document. Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une *US Person*.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Aucune entité Société Générale Private Banking ne s'engage à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumera aucune responsabilité à cet égard. Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Aucune entité Société Générale Private Banking ne saurait être tenue pour responsable en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Aucune entité Société Générale Private Banking n'offre de garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, marché.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Les entités Société Générale Private Banking n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances

futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de l'entité Société Générale Private Banking concernée.

### Avertissements spécifiques par juridiction

**France :** Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et sous le contrôle de l'*Autorité des Marchés Financiers* (« AMF »). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 066 714 36,50EUR au 1<sup>er</sup> août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

**Luxembourg :** Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank & Trust (« SGBT »), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.sgbt.lu](http://www.sgbt.lu). Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SGBT ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SGBT, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

**Monaco :** Le présent document a été distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 13, 15 Bd des Moulins, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* et la *Commission de Contrôle des Activités Financières*. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.mc](http://www.privatebanking.societegenerale.mc).

**Suisse :** Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch). Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS.

Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

Le présent document est distribué par les entités suivantes du groupe Kleinwort Hambros sous la marque Kleinwort Hambros :

**Royaume Uni :** SG Kleinwort Hambros Bank Limited est autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et réglementée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. Le numéro d'identification de la société est 119250. La société est immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 964058 et son siège social est situé au 5<sup>ème</sup> étage, 8 St. James's Square, London, Angleterre, SW1Y 4JU.

**Iles Anglo-Normandes :** SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* (« JFSC ») pour les activités bancaires, d'investissement, de services monétaires et de services aux fonds. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 2693, et son siège social est établi au PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited – Guernsey Branch est réglementée par la *Guernsey Financial Services Commission* (« GFSC ») pour les services bancaires, d'investissement et monétaires. Son adresse est située au PO Box 6, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3AE. La société (succursale incluse) est aussi autorisée et réglementée par la *Financial*

*Conduct Authority* ("FCA") britannique en ce qui concerne les opérations hypothécaires réglementées au Royaume Uni. Le numéro de référence de l'entreprise est le 310344. La société (succursale incluse) n'est pas autorisée ou réglementée par la *Financial Conduct Authority* britannique pour accepter les dépôts bancaires britanniques et n'est pas autorisée à détenir des dépôts au Royaume-Uni.

SG Kleinwort Hambros Trust Company (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* pour la conduite des activités liées aux activités des entreprises trust et des fonds et par la *Guernsey Financial Services Commission* pour la poursuite des activités de services fiduciaires. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise numéro 4345 et son siège social est établi à SG Hambros House, PO BOX 197, 18 Esplanade, St Helier, Jersey, JE4 8RT. Son adresse à Guernesey est PO Box 86, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3ED.

Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la JFSC, la GFSC ou la FCA.

**Gibraltar:** SG Kleinwort Hambros Bank (Gibraltar) Limited est autorisée et réglementée par la *Gibraltar Financial Services Commission* pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance et son numéro de référence d'entreprise est 419436. La société est immatriculée à Gibraltar sous le numéro d'immatriculation d'entreprise est 01294 et son siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar.

Kleinwort Hambros fait partie de la ligne métier « Société Générale Private Banking » dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale. Société Générale est une banque française autorisée en France par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Elle est aussi autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et supervisée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. De plus amples informations sur SGPB Hambros Group, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur [www.kleinworthambros.com](http://www.kleinworthambros.com)  
<http://www.privatebanking.societegenerale.com>.

© Copyright Groupe Société Générale 2021. *Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale. Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking et Kleinwort Hambros sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.*







## **Societe Generale**

SA Capital EUR 1,066,714,367.50 at 31 December 2019

Registered under Paris RCS N°552 120 222

## **Societe Generale Private Banking**

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

<http://www.privatebanking.societegenerale.com>



With Ecofolio, all paper should be recycled

Societe Generale is a member of Ecofolio and participates in the financing of paper recycling. This document was printed on paper from sustainably managed forests.