

# NOTRE POINT DE VUE ANNUEL

## PERSPECTIVES 2021



### A l'aube d'un nouveau jour

#### Situation macro-économique

Les récentes annonces de trois vaccins anti-COVID-19 efficaces laissent véritablement espérer que la pandémie puisse être maîtrisée au cours de l'année à venir. Il existe bien évidemment de nombreuses difficultés logistiques, mais une large part des catégories les plus vulnérables de la population (à savoir les soignants et les personnes âgées) pourrait être vaccinée d'ici au printemps. En attendant, les politiques de confinement devraient rester en place (quoique plus souples qu'elles ne le sont à l'heure actuelle) pour une grande partie de l'Europe et certains Etats américains. L'Asie, qui a largement échappé à la deuxième vague d'infections, reste l'exception avec l'accélération actuelle de la croissance de la production industrielle et des ventes au détail en Chine.

#### Banques centrales

Les récentes déclarations de la Réserve fédérale (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) ont renforcé les attentes d'un assouplissement de leurs politiques respectives lors de leurs réunions de décembre. Par ailleurs, la Fed s'oppose aux projets de l'actuel Secrétaire au Trésor d'interrompre certains programmes d'urgence afin que les fonds non-utilisés puissent être réaffectés ailleurs. Cette position démontre clairement que la banque souhaite conserver toute sa puissance de feu, compte tenu des risques qui pèsent sur la croissance à court terme. Un assouplissement prendra la forme de programmes d'achats d'actifs renforcés et élargis (d'obligations d'Etat et d'obligations d'entreprise de qualité) afin d'assurer que les coûts d'emprunt restent maîtrisés. En outre, la BCE pourrait proposer un refinancement attrayant pour encourager les prêts bancaires.

#### Marchés financiers

Les marchés financiers ont tendance à se tourner vers l'avenir plutôt qu'à se préoccuper des risques à court terme, et les annonces de vaccins ont encouragé un regain d'appétit pour le risque parmi les investisseurs. Les valeurs refuges (comme les obligations d'Etat, le dollar ou l'or) sont ainsi moins prisées que des actifs plus sensibles aux cycles comme les actions. Parmi ces dernières, nous anticipons une transition des « gagnantes du confinement », comme les valeurs de méga-capitalisation des secteurs des technologies et de l'internet, souvent extrêmement chères, vers des secteurs plus cycliques où les valorisations sont beaucoup plus attrayantes. Sur les marchés obligataires, les obligations d'entreprise et la dette émergente (en particulier en Asie) restent nos segments favoris.

#### Conclusion

La remontée des obligations d'entreprise de qualité a poussé la prime de rendement (ou « spread ») offerte par les obligations d'entreprise de qualité vers des plus-bas historiques, et nous sommes revenus à Neutre pour sécuriser des bénéfiques. Nous continuons de Surpondérer les actions et avons renforcé notre exposition à l'Europe et au Japon, deux marchés plutôt cycliques. Compte tenu du retour à la normale de l'activité économique attendu dans les douze prochains mois, les valeurs refuges, comme le dollar et l'or, s'avèrent moins nécessaires. C'est pourquoi nous avons réduit notre exposition. Par ailleurs, nous estimons que l'exposition directe aux actions devrait surperformer les stratégies de couverture comme les Hedge Funds et avons donc ramené l'allocation à Neutre.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA159/H2/20



## NOS PRINCIPALES CONVICTIIONS

---

### La diversification est essentielle

La pandémie a accéléré un certain nombre de tendances sur les marchés (les valeurs des technologies et de l'internet ont dominé les marchés actions depuis le début de l'année avec des valorisations toujours plus élevées, tandis que les rendements des obligations d'Etat ont reculé à des niveaux toujours plus bas). Par conséquent, les obligations d'Etat n'offrent plus beaucoup d'avantages en matière de diversification (une performance positive est difficile à obtenir avec des rendements négatifs) et les rendements attendus à long terme des actions de grande capitalisation (« large caps ») se sont effondrés. Dans ce contexte, les investisseurs devraient chercher des moyens de se diversifier entre les différents marchés, régions et secteurs.

### Le dollar pourrait s'inscrire en baisse

Durant les épisodes d'aversion pour le risque sur les marchés, les investisseurs ont tendance à se précipiter vers les valeurs refuges comme l'or, les obligations d'Etat, le franc suisse ou le dollar pour profiter de leur sécurité perçue. Cependant, les récentes annonces de vaccins ont laissé espérer aux investisseurs que l'activité puisse prochainement revenir à la normale, limitant ainsi le besoin de recourir à ces valeurs refuges au sein des portefeuilles. Par ailleurs, le dollar se négocie à des niveaux assez chers (par exemple, il est surévalué de 16% par rapport à l'euro au regard des chiffres de l'OCDE), ce qui n'offre qu'un soutien limité.

### Les obligations asiatiques libellées en devises locales offrent une source rare de rendement

Sous le poids des tendances désinflationnistes, de l'aversion pour le risque des investisseurs et des achats d'actifs réalisés par les banques centrales, les rendements des obligations d'Etat se sont effondrés, quelque 17 400 Md\$ d'obligations d'Etat affichant des rendements négatifs. Par conséquent, les investisseurs en quête de rendement ont fait grimper les prix de nombreuses autres obligations à coupon fixe, les obligations d'entreprise de qualité offrant désormais des rendements négligeables qui n'assurent qu'une protection limitée contre une évolution défavorable des circonstances. Pour les investisseurs disposés à prendre le risque supplémentaire, les obligations libellées en devises locales asiatiques offrent une opportunité intéressante.

### Il est temps de mettre l'accent sur les actions sensibles aux cycles

Courant 2021, une vaccination à grande échelle devrait contribuer à maîtriser la COVID-19 et permettre aux ménages et aux entreprises de reprendre une vie normale alors que les mesures de confinement et les restrictions sont progressivement levées. Le redémarrage consécutif de l'activité devrait favoriser les marchés actions les plus fortement exposés au cycle économique (par exemple, les marchés émergents, l'Europe et le Japon). Il devrait en être de même pour les segments sensibles aux cycles au sein des marchés comme la consommation cyclique, les valeurs industrielles et les matériaux, voire des valeurs de petite capitalisation (« small caps ») aux Etats-Unis.

### Prendre des gains sur l'or

Les valeurs refuges ayant perdu la cote, le potentiel de hausse de l'or sera limité, selon nous. Les pressions inflationnistes restent modérées, certaines banques centrales ont réduit leur exposition et les achats réalisés via les ETF ont diminué. Toutefois, les rendements obligataires réels (c'est-à-dire après inflation) demeurent négatifs et des augmentations massives des obligations d'Etat pourraient amener certains investisseurs à remettre en cause la viabilité des monnaies fiduciaires, deux facteurs qui ont tendance à favoriser l'or. Nous sommes passés à une allocation Neutre, opérant ainsi des prises de bénéfices.

### Rester flexible

Dans les mois à venir, lorsque les vaccins ne seront pas encore disponibles à large échelle et que les facteurs saisonniers dans l'hémisphère nord pourraient encourager de nouvelles vagues d'infections au coronavirus, l'activité en Europe et en Amérique du Nord pourrait rester morose. Des jours meilleurs attendent les marchés, mais de grandes incertitudes subsistent. De fait, de nombreuses entreprises pourraient ne pas survivre dans leur forme actuelle, tandis que le comportement et les préférences des consommateurs, dans des domaines tels que les voyages et le tourisme, pourraient être durablement modifiés. Les investisseurs devraient rester flexibles, prêts à procéder à des ajustements tactiques dans leurs portefeuilles à mesure que les circonstances évoluent.

## 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>MARCHÉ OBLIGATAIRE</b>	<b>TAUX</b>		■				
	<b>Obligations US</b>	■					
	Breakeven US			■			
	<b>Obligations allemandes</b>	■					
	Breakeven ZE			■			
	<b>Obligations britanniques</b>	■					
	Breakeven RU			■			
	<b>Dettes émergentes (USD)</b>			■			
	<b>ENTREPRISES</b>			■			-
	Entreprises (US)			■			
	Haut rendement (US)			■			-
	Entreprises (ZE)			■			
	Haut rendement (ZE)			■			
Entreprises (RU)			■			-	
Haut rendement (RU)			■				
<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. PF</b>	<b>Pétrole (Brent)</b>		■				
	<b>Or</b>			■			-
<b>FONDS ALTERNATIFS</b>	<b>STRATEGIES ALTERNATIVES</b>			■			-
	Long-short Equity			■			+
	Event-Driven				■		+
	Fixed Income Arbitrage			■			-
	Global Macro / CTAs			■			

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

## ACTIONS

<b>Etats-Unis</b>	La perspective d'une reprise cyclique tirée par les vaccins devrait entraîner une rotation des chefs de file des marchés financiers, et nous estimons que les bourses plus sensibles aux cycles surperformeront leurs homologues américains.
<b>Zone euro (ZE)</b>	Nous avons décidé d'orienter les portefeuilles en faveur de marchés plus sensibles aux cycles et sommes donc passés à Surpondérer sur les actions de la zone euro.
<b>Royaume-Uni</b>	Nous estimons qu'un accord de dernière minute avec l'UE stimulera le Royaume-Uni (un marché plutôt cyclique) et nous sommes passés à Surpondérer.
<b>Suisse</b>	Les fondamentaux des entreprises demeurent robustes (la rentabilité des capitaux propres a augmenté cette année), ce qui devrait permettre de limiter toute sous-performance.
<b>Japon</b>	La valorisation de Tokyo est la plus attrayante parmi les grands marchés boursiers et nous sommes passés à Surpondérer.
<b>Pays émergents</b>	Les actions émergentes ne sont pas parvenues à suivre le rythme de la croissance des bénéficiaires observée depuis 2000, laissant un potentiel de rattrapage considérable. Fortement Surpondérer.

## OBLIGATIONS

<b>Souveraines</b>	Les obligations d'Etat restent peu attrayantes, offrant des rendements négligeables ou négatifs aux investisseurs.
<b>Maturités*</b>	Nous préférons encore les obligations à court terme, moins sensibles à une hausse des taux.
<b>Indexées sur l'inflation</b>	Les écarts de production restent significatifs, maintenant les pressions inflationnistes sous contrôle.
<b>Entreprises</b>	Les écarts de rendement (« spreads ») se sont encore rétrécis, limitant ainsi le potentiel de resserrement supplémentaire. Nous revenons à une allocation Neutre.
<b>Haut rendement</b>	Une activité morose à court terme pourrait exercer de nouvelles pressions sur les émetteurs de titres à haut rendement (High Yield, HY) présentant les bilans les plus faibles.
<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>	L'environnement de taux zéro, la hausse des dépenses fiscales et la détérioration du double déficit ne jouent pas en faveur du dollar.
<b>GBP/USD</b>	Les négociations sur le Brexit pourraient dominer l'évolution à court terme, mais nous attendons un accord en temps utile.
<b>EUR/GBP</b>	L'économie britannique a obtenu le soutien supplémentaire dont elle avait besoin grâce à l'augmentation des achats d'actifs par la Banque d'Angleterre.
<b>USD/JPY</b>	Le Japon a bien résisté à la COVID-19, limitant ainsi les effets récessionnistes, et la passation de pouvoir de Shinzo Abe à Yoshihide Suga s'est déroulée sans heurts.
<b>EUR/CHF</b>	Le franc suisse a cédé du terrain face à l'euro, porté par l'espoir qu'un vaccin puisse être lancé prochainement. Nous anticipons un nouvel accès de faiblesse modéré du franc.
<b>Devises émergentes</b>	Les espoirs d'une reprise cyclique portés par les annonces de vaccins devraient permettre aux devises émergentes de s'apprécier l'année prochaine face au dollar.

## ALTERNATIVES

<b>Hedge funds</b>	Nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Long/Short (L/S) Credit, les spécialistes Discretionary et Global Macro émergents, et les Directional L/S Equity.
<b>Or</b>	La perspective d'une reprise dans le monde post-pandémie implique une baisse de la demande de valeurs refuges comme l'or.
<b>Pétrole</b>	La faiblesse de la demande à court terme devrait limiter la progression des prix pétroliers.

Source : SGPB, 25/09/2020

\* 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

### Changer la donne

S'il subsiste des obstacles réglementaires et logistiques importants (la vaccination de milliards d'individus ne doit pas être tenue pour acquise), un candidat-vaccin efficace constitue une étape décisive dans la bataille mondiale contre la pandémie actuelle, les conditions économiques devenant ainsi plus favorables aux actifs risqués.

Notre indicateur macro-économique avancé pour les Etats-Unis (la pierre angulaire du monde développé, voir graphique ci-dessous) laisse entendre que l'économie mondiale bénéficie d'une reprise depuis l'été. Cependant, compte tenu de l'influence inhabituelle exercée sur les indicateurs sous-jacents par la pandémie de COVID-19, le risque que l'économie replonge dans une phase de « contraction » durable a été plus important que d'habitude.

D'après nous, ce risque a considérablement diminué avec l'annonce du 9 novembre que les groupes pharmaceutiques Pfizer et BioNTech ont mis au point conjointement un vaccin qui présente un degré d'efficacité de plus de 90% dans la prévention des infections à la COVID-19. Ce communiqué a depuis été suivi de deux autres annonces majeures de vaccins, l'une de Moderna et l'autre d'AstraZeneca en collaboration avec l'université d'Oxford. S'il subsiste d'importants obstacles réglementaires et logiques (la vaccination de milliards d'individus ne doit pas être tenue pour acquise), la disponibilité de trois candidats-vaccins efficaces constitue une avancée décisive dans la bataille mondiale contre la pandémie actuelle.

Bien que nous ayons dans un premier temps renforcé notre exposition aux actifs risqués au troisième trimestre alors que la reprise s'installait, nous sommes restés prudents face à la possibilité plausible d'une nouvelle récession provoquée par les mesures de confinement mises en place pour lutter contre la COVID-19. Ironiquement, alors que le rythme fulgurant de la reprise au troisième trimestre cède la place à un ralentissement au quatrième trimestre lié à la hausse des nouvelles infections et des hospitalisations, les annonces de vaccins laissent entrevoir un avenir meilleur, une perspective encourageante pour les marchés financiers qui peuvent s'attendre à une conjoncture encore plus favorable.

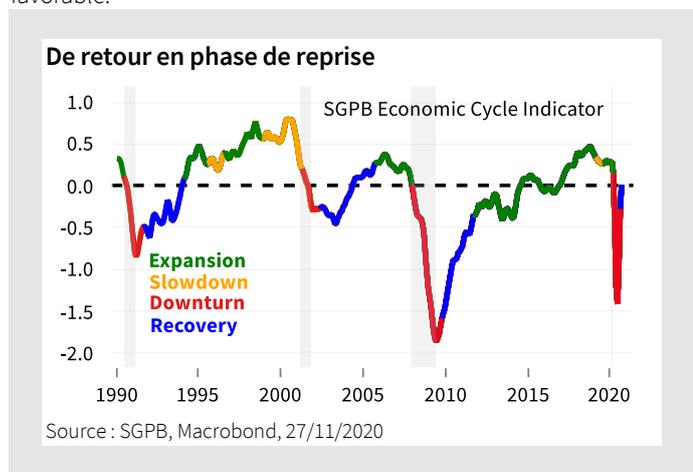
Cependant, les valorisations des actions (la plus grande source de risque et de rendement dans la plupart des portefeuilles) restent chères en valeur absolue. Toutefois, avec des taux d'intérêt mondiaux proches de zéro, une plus grande tolérance qu'à l'ordinaire aux valorisations élevées (l'actualisation des futurs flux de trésorerie s'effectuant avec des taux plus bas) semble justifiée. Par ailleurs, l'émergence d'un vaccin (et la hausse consécutive de l'activité économique) pourrait encourager une augmentation des bénéfices des entreprises, qui contribuera à faire baisser les valorisations (toutes choses égales par ailleurs).

De plus, l'évolution des actions mondiales est positive depuis l'été au regard de la moyenne mobile à dix mois que nous privilégions. Cette dynamique robuste a bénéficié d'un coup de pouce supplémentaire avec l'annonce des vaccins et, dans une moindre mesure, l'issue de l'élection américaine début novembre, qui avait été une source de préoccupation pour certains investisseurs.

Compte tenu de ce contexte, nous avons orienté notre exposition au risque en faveur des régions d'actions qui devraient bénéficier d'une reprise cyclique de la croissance, comme les marchés émergents, l'Europe et le Japon. Les bourses émergentes sont dominées par la Chine, la seule grande économie mondiale qui ne devrait pas se contracter en 2020 et qui devrait conserver une trajectoire solide par la suite. Nous anticipons également un léger affaiblissement du dollar dans l'année à venir, la Réserve fédérale (Fed) gardant les taux d'intérêt près de zéro et maintenant le rythme de son programme d'achats d'actifs. Historiquement, un dollar plus faible constitue un facteur de soutien pour les actions émergentes.

Nous avons également relevé notre positionnement sur le Japon. Également de nature procyclique, le pays devrait bénéficier de la reprise économique mondiale qui s'amorce, tirée par la Chine, son principal partenaire commercial. Le programme de relance mis en place par le gouvernement japonais est également le plus important des grandes économies en pourcentage du PIB.

**Conclusion.** La conjoncture devrait rester difficile dans les mois à venir, les gouvernements tentant d'éviter que les systèmes de santé ne soient submergés par les cas de COVID-19. Mais l'horizon à moyen terme s'éclaircit grâce à la perspective de multiples vaccins permettant un retour à une activité économique plus normale d'ici à mi-2021. C'est pourquoi nous avons encore renforcé notre exposition aux actifs plus sensibles aux cycles.



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.

# TAUX

## Qu'est-il advenu des rendements ?

Les obligations d'Etat restent peu attrayantes, offrant des rendements négligeables ou négatifs aux investisseurs. Les marchés du « crédit » (c'est-à-dire la dette d'entreprise ou émergente) sont plus attractifs, mais il convient de faire preuve d'une grande sélectivité. Compte tenu des rendements faibles et des spreads serrés, nous avons réduit notre exposition aux obligations d'entreprise de qualité (Investment Grade, IG).

Sous l'effet de la poursuite des achats des banques centrales et de la faiblesse générale de l'inflation, les rendements des obligations d'Etat demeurent près de leurs plus-bas historiques. Cette situation a encouragé les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés sur les marchés du crédit, entraînant un resserrement des spreads des obligations d'entreprise et poussant les rendements près de leurs plus-bas historiques. Dans ce contexte, nous continuons de préférer les obligations d'entreprise aux obligations d'Etat, mais nous avons pris des bénéfices.

### Taux

**États-Unis.** L'espoir d'une « victoire écrasante » des Démocrates à la présidence et au Congrès a été anéanti pour l'heure, faisant ainsi taire les spéculations de mesures de relance fiscale massives. Cependant, les rendements des obligations du Trésor à 10 ans ont été globalement stables ces dernières semaines, les investisseurs attendant avec impatience la fin de la pandémie. La croissance de l'emploi a toutefois marqué le pas, la croissance économique reste sensiblement inférieure au rythme potentiel et les pressions inflationnistes pourraient rester modérées, impliquant un potentiel de hausse limité pour les rendements pour le moment.

**Zone euro.** Alors que l'inflation globale est bloquée en territoire négatif et que les restrictions liées à la COVID-19 font plonger de nouveau l'économie en récession, la BCE a fait part de son intention d'augmenter et d'étendre ses achats d'obligations d'Etat et d'entreprise de qualité lors de sa prochaine réunion. Les rendements des obligations d'Etat allemandes pourraient ainsi rester négatifs et les spreads de la périphérie (à savoir la différence de rendement entre les obligations d'Etat allemandes à 10 ans et les obligations italiennes, espagnoles ou portugaises) extrêmement serrés.

**Royaume-Uni.** La Banque d'Angleterre (BoE) a surpris les investisseurs en renforçant son programme d'achat d'actifs de 150 Md£ pour en porter le montant total à 895 Md£, soit plus du double du niveau de fin 2019, en raison des craintes liées à la COVID-

19 et des risques entourant le Brexit. Des taux de base négatifs de la BoE semblent peu vraisemblables pour le moment, mais les achats devraient contribuer à maintenir les rendements des obligations d'Etat (« gilt ») près de zéro.

### Crédit

**États-Unis.** Les rendements des obligations d'entreprise IG ont reculé à 2,0%, seulement 5 points de base (pb) au-dessus du plus-bas historique atteint en août, ramenant les spreads aux niveaux antérieurs à la COVID-19. L'appétit des investisseurs pour les obligations d'entreprise reste vif, les nouvelles émissions IG s'inscrivant en hausse de 16% en glissement annuel (en g.a.) en octobre, contre une progression de +28% pour les émissions HY. Cependant, le récent rebond des obligations IG limite le potentiel de resserrement supplémentaire des spreads et nous sommes revenus à une allocation Neutre. Le risque de défaut des obligations HY demeure élevé d'après Moody's et nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur les émetteurs de meilleure qualité dans ce segment.

**Zone euro.** Les rendements des obligations IG en euro sont revenus à 25 pb, un niveau à peine supérieur au plus-bas historique de 23 pb atteint en 2019. Sous l'effet des programmes d'achat d'actifs de la BCE (qui devraient être renforcés prochainement) et de la rechute en récession, la demande des investisseurs reste soutenue, mais les obligations IG deviennent peu attrayantes. Nous avons ainsi décidé de ramener notre exposition à Neutre. Les spreads des obligations HY en euro se sont resserrés de 489 pb fin octobre à 374 pb aujourd'hui, portés par le regain d'appétit pour le risque, et n'offrent guère de protection contre des bilans affaiblis par la récession. Là encore, nous privilégions les émetteurs mieux notés.

**Royaume-Uni.** En quatre semaines à peine, les spreads des obligations IG en sterling ont chuté de plus de 130 pb à 110 pb, laissant peu de marge d'erreur, et il semble judicieux de prendre ses bénéfices. Les spreads HY atteignent actuellement un niveau plutôt tendu de 353 pb, vu les restrictions liées à la pandémie et les craintes entourant le Brexit, et les investisseurs devraient se focaliser sur les émetteurs les moins risqués.

### Marchés émergents.

Comme nous l'avons décrit le mois dernier, plusieurs défauts de souverains (la Zambie s'est ajoutée récemment à la liste) n'ont pas entamé l'enthousiasme des investisseurs vis-à-vis des emprunteurs émergents, les spreads par rapport aux bons du Trésor américain s'élevant désormais à 318 pb. Nous estimons toutefois que la qualité de crédit s'améliorera, alors que les marchés émergents devraient profiter de la reprise cyclique tirée par la Chine, et nous restons Neutres. Comme nous l'évoquons en page 8, nous identifions également des opportunités sur les obligations émergentes asiatiques libellée en devises locales.

Les rendements des obligations d'état au plus bas



Source : SGPB, Macrobond, 27/11/2020

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.

## IDEE D'INVESTISSEMENT

### La dette d'Asie émergente libellée en devises locales

La réponse monétaire et fiscale aux effets économiques de la pandémie de COVID-19, sous l'impulsion des Etats-Unis, a été l'une des plus dynamiques de l'histoire mondiale. Les banques centrales d'Asie émergente se sont tout autant employées à assouplir leur politique monétaire que leurs homologues des économies avancées. Elles ont pu réduire considérablement les taux grâce à un niveau de départ plus élevé ; des programmes d'achat d'actifs ont été lancés dans des pays comme la Thaïlande et l'Indonésie ; et des mesures ont été mises en œuvre pour promouvoir les prêts bancaires. Des politiques accommodantes devraient rester en place dans les prochains trimestres. La pérennité de la croissance économique dans les marchés développés demeure incertaine et les politiques monétaires qui y sont menées restent particulièrement accommodantes, éliminant tout besoin urgent pour les banques centrales asiatiques de durcir leur politique pour le moment.

Les dernières projections économiques du Fonds monétaire international (FMI) laissent entendre que le produit intérieur brut (PIB) pourrait diminuer de 4,4% en 2020, avant de rebondir de +5,2% en 2021. Il existe toutefois d'importantes disparités. Les économies avancées devraient voir leur PIB chuter de 5,8% cette année, avant de se redresser de seulement 3,9% en 2021, tandis que le FMI prévoit que les marchés émergents d'Asie ne se contracteront que de 1,7% en 2020 avant de rebondir de 8,0% l'année prochaine. L'avantage de croissance dont bénéficie l'Asie semble appelé à s'étendre.

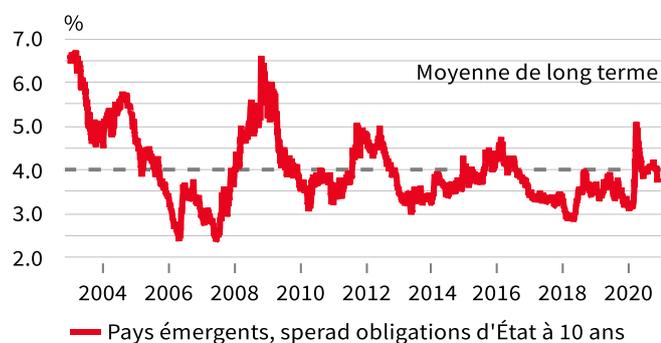
Malgré la forte hausse des nouveaux cas d'infection à la COVID-19 à travers le monde, les pays asiatiques semblent avoir été mieux préparés pour faire face à la pandémie. La Chine en particulier a déclaré un nombre négligeable de nouveaux cas de COVID-19 ces derniers mois et a bénéficié d'une reprise solide, laissant entrevoir une forte corrélation entre la capacité d'un pays à contenir l'épidémie et sa performance économique. Ce même lien a également été mis en évidence en Corée du Sud et à Taïwan. Une croissance soutenue devrait attirer les entrées de capitaux, de même que les rendements attractifs disponibles. Nous estimons que les marchés de la dette et les devises asiatiques devraient bénéficier d'une demande soutenue.

Nous anticipons une reprise progressive de l'économie mondiale en 2021, tirée par l'Asie qui devrait moins dépendre de la disponibilité des vaccins que d'autres régions. Par ailleurs, même si nous prévoyons que la nouvelle administration Biden conservera une position ferme face à la Chine, nous estimons que le nouveau président préférera un engagement multilatéral aux droits de douane, ce qui devrait être favorable aux pays exportateurs d'Asie. De plus, les devises d'Asie émergente devraient profiter de leur « portage » plus élevé (le différentiel de taux d'intérêt) dans un monde en quête avide de rendement.

Les spreads de crédit sur les marchés émergents en devises locales n'ont cessé de baisser, reculant de 5,1% fin mars 2020 à 3,8% à présent (voir graphique ci-après), mais ils restent proches de la moyenne de 4,0% observée depuis 2003. Il s'agit encore d'un surplus de rendement attrayant dans un environnement de taux aussi bas, beaucoup plus élevé que tout ce que l'on peut trouver dans les marchés développés en dehors des segments plus risqués des obligations à haut rendement (High Yield, HY). Par ailleurs, la reprise économique devrait contribuer à soutenir les finances publiques dans la région, améliorant ainsi les perspectives pour les notations de la dette souveraine. Les investisseurs en quête d'actifs offrant des rendements élevés pourraient se tourner vers la dette d'Asie émergente.

**Conclusion** La perspective d'une croissance résistante en Asie émergente, l'appréciation des devises et les écarts de rendement attractifs devraient être une combinaison gagnante pour les marchés de la dette en devises locales.

Les spreads sur la dette émergente restent attractifs



Sources : SGPB, Macrobond, MRB, données au 27/11/2020

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.

## IDEE D'INVESTISSEMENT

### Des titres assurantiers à contre-courant

Quel est le lien entre les ouragans qui ont ravagé le Golfe du Mexique, les séismes qui ont frappé le Bassin Pacifique et les feux de forêts qui ont sévi dans le sud de l'Europe ? Et quel est le lien entre ces catastrophes naturelles et l'évolution des marchés financiers ? Bien évidemment, la réponse à ces deux questions est qu'il n'y en a aucun. Et c'est précisément pour cette raison que les titres assurantiers sont une catégorie d'actifs aussi intéressante.

Les titres assurantiers, également connus sous le nom « d'obligations catastrophes », ont vu le jour dans les années 90 quand l'ouragan Andrew a dévasté les Bahamas et la Floride. La capacité de réassurance a vite atteint ses limites et les compagnies d'assurance ont cherché de nouveaux moyens de titriser ces expositions sous la forme d'obligations négociables. Cela présentait deux avantages : le secteur de l'assurance renforçait nettement sa capacité à couvrir des phénomènes naturels aussi imprévisibles, et les investisseurs gagnaient un nouveau type de titres.

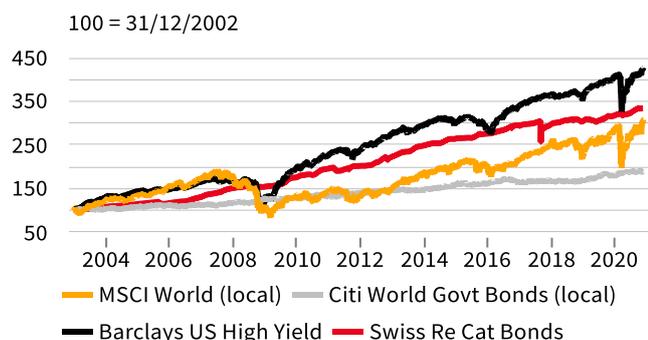
Ce secteur n'a cessé de croître depuis l'émission du premier titre en 1997 : l'encours total des titres assurantiers a atteint 2,8 Md\$ en 2000, puis 13,9 Md\$ en 2010 et s'élève aujourd'hui à 45,6 Md\$ d'après le cabinet de conseil Artemis. Le volume d'émissions depuis début 2020 est ressorti à 14,2 Md\$, son plus haut historique, témoignant de l'intérêt des investisseurs pour ces titres.

**Comment les titres assurantiers fonctionnent-ils ?** Les compagnies de réassurance transfèrent une partie de leurs expositions au risque vers un véhicule à but unique. En échange de l'acceptation des risques, le véhicule perçoit une prime versée par le réassureur qui est alors investie dans des obligations à court terme à coupon fixe. Il émet ensuite une obligation (les titres assurantiers) de maturité généralement inférieure à trois ans et qui porte un coupon à taux variable supérieur au marché. Si la catastrophe sous-jacente n'a pas lieu, le véhicule paye les coupons et rembourse l'obligation à l'échéance. En revanche, si elle survient et si les conditions de déclenchement préétablies sont satisfaites, le véhicule retourne le principal au réassureur, entraînant ainsi des pertes pour les investisseurs. Comme suggéré dans la première question ci-dessus, la clé pour les investisseurs est la diversification des risques dans toutes les régions et catégories de risque.

**A quoi servent les titres assurantiers dans un portefeuille ?** Compte tenu de son profil de risque plus élevés et de ses notations plus faibles, un portefeuille bien diversifié de titres assurantiers ne doit représenter qu'une part modeste des avoirs obligataires d'un investisseur. Cependant, ces instruments offrent des coupons plus élevés que les obligations à coupon fixe et sont moins sensibles aux variations des taux longs. Leur corrélation aux autres classes d'actifs est donc extrêmement faible. Le graphique ci-après compare la performance de l'indice Swiss Re Global Cat Bond avec celles des classes d'actifs traditionnelles. Les corrélations ont été faibles comparé aux obligations d'Etat (8%), aux obligations à haut rendement (18%) et aux actions (21%), et la performance ajustée du risque a été plus robuste, malgré la multiplication des catastrophes naturelles. Par ailleurs, les titres assurantiers sont désormais reconnus comme des investissements conformes aux critères ESG (environnement, social et gouvernance) par les investisseurs institutionnels à travers l'Europe, grâce aux initiatives menées telles que les principes pour une assurance durable établis par les Nations unies en 2012.

**Pourquoi maintenant ?** Quand les déclarations de sinistres auprès des réassureurs ont été nombreuses, les primes facturées pour assurer ce risque tendent à augmenter, de même que le capital versé au véhicule à but unique. Ainsi, les nouvelles émissions de titres assurantiers offrent des conditions plus attrayantes. Ces trois dernières années ont connu plus de catastrophes que la moyenne (avec notamment les ouragans Harvey, Irma et Maria en 2017 ; un typhon et deux tremblements de terre au Japon et de grands incendies en Californie en 2018 ; et l'ouragan Dorian et deux typhons majeurs au Japon en 2019). Après les pertes liées aux indemnités versées pour couvrir ces sinistres, les primes de risque ont augmenté, améliorant ainsi les rendements potentiels pour les investisseurs. Le moment pourrait être venu de s'intéresser de nouveau aux titres assurantiers.

Les titres assurantiers ont réalisé d'intéressantes performances ajustées du risque



Sources : SGPB, Macrobond, données au 27/11/2020

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

### Reprise cyclique

L'économie mondiale étant sur le point de s'engager dans une reprise cyclique, nous avons décidé de mettre en avant les marchés qui devraient être les plus sensibles à la reprise, en tête desquels devraient figurer les marchés émergents, l'Europe et le Japon. Nous avons également décidé de maintenir notre exposition globale à Surpondérer.

**US.** Les participants du marché avaient longtemps redouté une course électorale très serrée et la réticence du Président Trump à accepter sa défaite. Comme c'est si souvent le cas, lorsque ces craintes se sont matérialisées, les marchés les ont absorbées sans sourciller et ont rebondi, portés par l'espoir d'une politique fiscale plus expansive. S'il est peu probable que cet espoir se réalise tant que les Républicains contrôlent le Sénat, il en est de même pour les projets de hausses des impôts du nouveau Président Joe Biden, ce qui a rassuré les investisseurs. Par ailleurs, les résultats solides des enquêtes menées récemment auprès des directeurs d'achat confortent notre point de vue que les Etats-Unis pourraient éviter une nouvelle récession technique pour le moment.

Les actions américaines s'échangent à 22,5 fois les bénéfices à 12 mois, soit 36% au-dessus de la moyenne sur 10 ans, des niveaux bien supérieurs à ceux d'autres grands marchés. La perspective d'une reprise cyclique tirée par la mise au point de vaccins devrait entraîner une rotation des chefs de file du marché, au détriment des valeurs chères des méga-capitalisations des secteurs des technologies et de l'internet. Les valeurs de petite capitalisation (« small caps »), par exemple, sont plus sensibles aux reprises cycliques et leurs valorisations relatives par rapport aux grandes capitalisations (« large caps ») sont de retour aux plus-bas observés pour la dernière fois en 2000.

**Zone euro.** Nous avons décidé d'orienter les portefeuilles en faveur de marchés plus sensibles aux cycles et sommes donc passés à Surpondérer sur les actions de la zone euro. Les entreprises de la zone euro sont souvent fortement tributaires des exportations et ont de ce fait tout à gagner du raffermissement de la reprise en Chine. Par ailleurs, les mesures de relance fiscale et monétaire apportent un large soutien aux actifs financiers, dans la mesure notamment où la BCE est susceptible d'augmenter ses achats d'actifs en décembre.

Les récentes révisions à la baisse des prévisions des analystes

indiquent une dégradation des perspectives pour des secteurs aussi divers que l'énergie, l'immobilier, la santé et les technologies de l'information. L'amélioration des perspectives cycliques plaide en faveur d'un changement des préférences sectorielles au profit des matériaux et de la consommation cyclique, qui ont déjà bénéficié de révisions à la hausse des prévisions de bénéfices au cours des trois derniers mois. Le contexte est devenu moins négatif pour les valeurs financières (les banques devraient voir leur qualité de crédit s'améliorer alors que la reprise s'installe, par exemple), mais il est encore trop tôt pour Surpondérer le secteur.

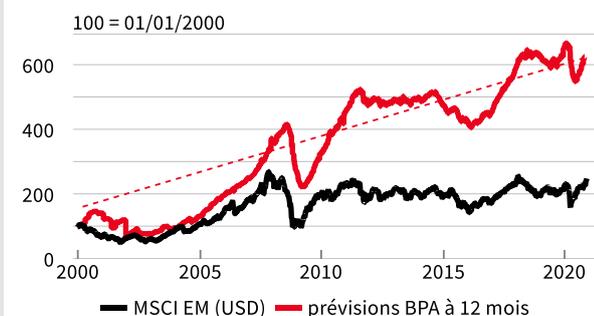
**Royaume-Uni.** La date limite officielle de la sortie de l'UE du Royaume-Uni est dans un mois à peine et aucun progrès clair n'a encore été réalisé concernant le futur régime commercial, une perspective difficile pour les exportateurs britanniques. Nous prévoyons encore un accord de portée limitée susceptible d'entraîner une revalorisation des actions américaines. Par ailleurs, le marché abrite un grand nombre de valeurs cycliques et nous sommes passés à Surpondérer.

**Suisse.** Compte tenu du virage pris par les marchés en faveur des valeurs cycliques, les actions suisses ont abandonné en partie leur surperformance enregistrée depuis le début de l'année, alors que les investisseurs se sont détournés des valeurs de qualité défensives, un élément clé de ce marché. Cependant, les fondamentaux des entreprises demeurent robustes (la rentabilité des capitaux propres a augmenté cette année), ce qui devrait permettre de limiter toute sous-performance.

**Japon.** Les actions japonaises ont rebondi de 13,5% depuis fin octobre, atteignant leur plus haut niveau de l'année. Le marché a salué les déclarations du nouveau Premier ministre concernant les réformes économiques, en plus de l'élan insufflé au Japon par la rapidité de la reprise en Chine, son principal marché d'exportation. En outre, Tokyo est le plus attrayant des grands marchés boursiers au regard des bénéfices ajustés du cycle et affiche une faible corrélation avec les autres marchés.

**Marchés émergents.** L'économie mondiale étant sur le point de s'engager dans une reprise cyclique, nous avons décidé de mettre en avant les marchés qui devraient être les plus sensibles à la reprise, au premier rang desquels figurent les marchés émergents. La croissance en Asie a déjà repris, tirée par la Chine, Taïwan et la Corée du Sud (qui comptent conjointement pour 68% de la capitalisation totale des marchés émergents), les trois seuls marchés qui bénéficieront d'une croissance de leurs bénéfices cette année. Par ailleurs, comme l'indique le graphique, les actions émergentes ne sont pas parvenues à suivre le rythme de la croissance de leurs bénéfices observé depuis 2000, laissant un potentiel de rattrapage considérable.

Les actions émergentes en retard vs les BPA



Source : SGPB, Macrobond, 27/11/2020

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.

## IDEE D'INVESTISSEMENT

### Nouvelles énergies, nouveaux horizons

Lentement mais sûrement, nous évoluons vers un monde neutre en carbone. Le programme du prochain président américain Joe Biden vise la neutralité des émissions nettes de carbone à l'horizon 2050 au plus tard, et Xi Jinping s'est engagé à ce que la Chine atteigne cet objectif d'ici à 2060. Mais pour y parvenir, le monde doit abandonner sa dépendance aux combustibles fossiles (qui couvraient 81% de la demande mondiale totale d'énergie en 2018, d'après l'Agence internationale de l'énergie) et apprendre à s'appuyer sur les énergies renouvelables. Nous pourrions ainsi réduire les émissions de gaz à effet de serre progressivement à zéro d'ici à 2050 dans chacun des trois principaux domaines de la consommation d'énergie, à savoir le chauffage, la production d'électricité et les transports.

Aujourd'hui, la **production de chaleur** est dominée par les combustibles fossiles (à hauteur de 81% environ). Pour que cette part tombe à zéro d'ici à 2050, il est nécessaire qu'un virage massif s'opère vers les pompes à chaleur et le chauffage électrique direct, qui représenteraient actuellement 5% de la production de chaleur. Cette part devrait atteindre 70% à l'horizon 2050.

La **nouvelle production d'électricité** s'oriente de plus en plus vers les énergies renouvelables, qui ont déjà atteint la « parité réseau » (c'est-à-dire qu'elles sont en mesure de produire de l'électricité à un prix équivalent à celui des combustibles fossiles). Selon Bloomberg, les énergies solaires et éoliennes ont représenté plus de 67% de la nouvelle capacité de production mondiale l'année dernière, contre moins d'un quart en 2010. Cependant, les énergies solaires et éoliennes sont, par définition, intermittentes, c'est-à-dire que leur stockage est devenu le défi majeur à relever pour les compagnies d'électricité. Aujourd'hui, 97% du stockage est hydro-électrique, mais il serait extrêmement difficile d'augmenter suffisamment la capacité hydro-électrique. Les compagnies d'électricité devront chercher des alternatives comme les batteries (lithium-ion et vanadium), le stockage de chaleur dans la roche volcanique ou l'hydrogène « vert ». Ce dernier est produit par électrolyse de l'eau à partir d'électricité provenant de sources renouvelables et se prête particulièrement bien au stockage d'électricité à long terme (dans de grands réservoirs, des mines désaffectées, des grottes ou des gisements de pétrole ou de gaz épuisés) compte tenu de sa haute densité énergétique. Mais l'électrolyse reste coûteuse et de nouveaux gains d'efficacité (dans la production d'électricité renouvelable et la capacité d'électrolyseur) seront nécessaires pour encourager une adoption généralisée.

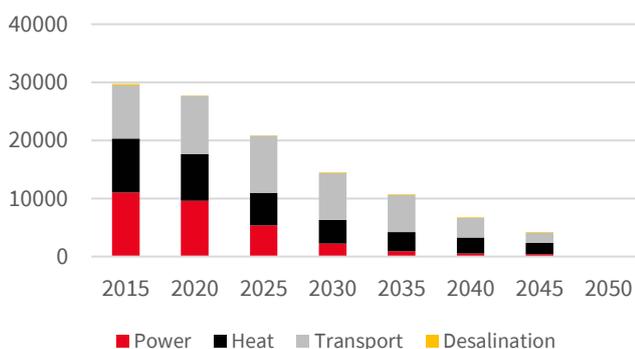
L'hydrogène offre également des avantages significatifs dans les **transports** par rapport à l'alimentation par batterie, comme une meilleure autonomie (1 kg d'hydrogène peut alimenter un véhicule électrique à pile à combustible sur 100 km) et un ravitaillement plus rapide (2 à 3 minutes). Mais il y a également des inconvénients. Les véhicules peuvent coûter deux fois plus cher que les versions alimentées par batterie ; l'infrastructure pour une borne de recharge de véhicules à pile à combustible coûte cinq fois plus cher que des stations de recharge de batteries ; et le coût du carburant par km est beaucoup plus élevé, autant d'éléments qui vont freiner l'adhésion des consommateurs.

Cependant, l'hydrogène a de l'avenir dans les transports, grâce à sa plus grande densité énergétique (son énergie spécifique s'élève à 40 000 wattheures (Wh) par kg tandis que les batteries au lithium-ion les plus efficaces n'offrent qu'environ 250 Wh/kg). L'hydrogène peut ainsi permettre une autonomie plus longue et alimenter des véhicules plus lourds, devenant ainsi compétitif pour les poids lourds longue distance ou les avions, compte tenu du poids des batteries dont ils auraient besoin. D'autre part, les réservoirs d'hydrogène sont encombrants, ce qui les rend peu attrayants pour les petites voitures.

**Conclusion** Pour atteindre la neutralité carbone, il convient donc de réduire les émissions de gaz à effet de serre à zéro, impliquant un virage massif des combustibles fossiles vers les énergies renouvelables. Les progrès technologiques ont permis de réduire les coûts (l'électricité solaire est 85% moins chère aujourd'hui qu'elle ne l'était en 2010) et des solutions existent pour résoudre des problèmes comme l'intermittence. Cependant, pour mener à bien cette transition, des investissements publics et privés massifs devront être réalisés dans les nouvelles technologies et infrastructures énergétiques. Et l'hydrogène (l'élément le plus abondant dans l'univers) pourrait jouer un rôle majeur. Nous estimons que les entreprises concernées devraient bénéficier d'une croissance soutenue de la demande dans les 40 prochaines années.

Sources : Agence internationale de l'énergie, Bloomberg New Energy Finance, Bank of America, Hydrogen Council, Energy Watch Group et LUT University

Le long chemin vers la neutralité carbone



Sources : SGPB, Energy Watch Group, données au 27/11/2020

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

### Les investisseurs remettent en cause l'attrait du dollar

La volatilité reste étonnamment faible, permettant aux marchés des changes de se stabiliser. Le dollar n'a guère gagné de partisans et, compte tenu du nouvel assouplissement fiscal et monétaire attendu l'année prochaine, il est peu probable que cette situation change. Les devises du monde émergent se sont légèrement redressées par rapport aux plus-bas historiques atteints en avril et bénéficient d'un potentiel de revalorisation à moyen terme.

**Indice dollar** Nous attendions tous au moins un léger rebond de l'USD, mais il ne s'est jamais produit. Le rendement des obligations américaines à 1 an s'est inscrit en légère hausse en novembre, mais cette progression n'a été d'aucun soutien et l'indice dollar évolue désormais sur ses plus-bas de l'année. Il a beaucoup été question de la fin du statut de devise de réserve mondiale du dollar. Cela nous semble prématuré. Cependant, l'environnement de taux zéro, la hausse des dépenses fiscales et la détérioration du double déficit (balance budgétaire et balance courante) ne jettent pas une lumière favorable sur le billet vert.

**EUR/USD** Les actions européennes ont enregistré une hausse impressionnante en novembre, à l'instar de l'euro. La parité a désormais franchi le niveau de 1,19 \$ de nouveau et s'approche des 1,20 \$ pour la première fois depuis la mi-2018. Pour l'heure, les marchés semblent ignorer les effets à court terme des mesures de confinement mises en place dans la zone euro. Cela s'explique en partie par l'énorme potentiel de hausse cyclique dont pourrait bénéficier l'Europe dans un monde post-vaccin, compte tenu de sa sensibilité aux échanges commerciaux mondiaux. Et cela est également dû en partie à la sous-évaluation de l'euro et à l'excédent courant solide de la zone euro.

**GBP/USD** Après avoir marqué une pause, la livre s'est inscrite en hausse en novembre, dépassant alors le niveau de 1,33 \$ (les marchés s'attendent de plus en plus à une résolution de la question des échanges commerciaux avec l'UE après le Brexit). Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a récemment augmenté son assouplissement quantitatif (QE) de 150 Md£, une décision susceptible, contre toute attente, d'améliorer les perspectives d'évolution de la livre sterling, puisque l'économie britannique obtient le soutien supplémentaire

dont elle a besoin. N'oublions pas toutefois qu'un Brexit sans accord constitue encore un vrai risque baissier.

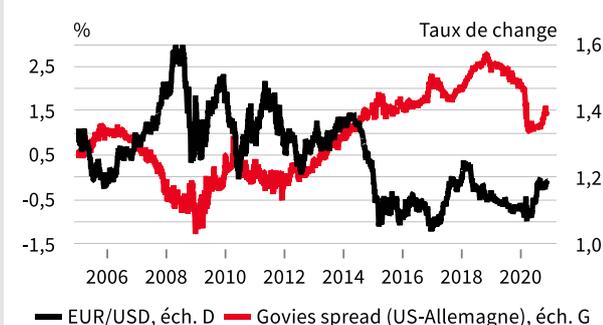
**USD/JPY** Le yen a davantage bénéficié de la baisse des rendements réels américains que de l'aversion au risque. Par ailleurs, le Japon a bien résisté à la COVID-19, limitant ainsi les effets récessionnistes, et la passation de pouvoir de Shinzo Abe à Yoshihide Suga s'est faite en douceur. L'USD/JPY a cédé 4% cette année, mais est parvenue à se stabiliser en grande partie au-dessus de 104,0. Nous estimons désormais que le yen devrait consolider face au dollar.

**EUR/CHF** Le franc suisse s'est replié le 9 novembre, alors que les premiers essais probants de vaccins ont laissé espérer une maîtrise de la pandémie, réduisant ainsi la nécessité d'avoir recours à des valeurs refuges. Par conséquent, la Banque nationale suisse a pu s'abstenir d'intervenir sur le marché des changes pour le moment, l'euro étant de retour au-dessus de 1,08 CHF. Nous continuons d'anticiper un nouvel accès de faiblesse modéré du franc.

**Marchés émergents** Depuis qu'il a touché son plus-bas historique en avril, l'indice JP Morgan des devises émergentes a bénéficié d'une reprise modeste. Des poches de faiblesse ont été observées, notamment le peso argentin et la livre turque, mais elles pourraient déclencher des réactions politiques. Par exemple, la Turquie s'est récemment tournée vers des politiques monétaires plus orthodoxes, en remontant les taux de 475 pb à 13,5% pour soutenir sa devise. Les espoirs d'une reprise cyclique portés par les annonces de vaccins devraient permettre aux devises émergentes de s'apprécier l'année prochaine face au dollar.

**USD/CNY** Contrairement à nos attentes, le renminbi a continué de s'apprécier face au dollar, gagnant encore 1,7% depuis début novembre. La Chine n'a pas eu besoin d'attendre un vaccin pour bénéficier d'une reprise en V. De fait, l'activité manufacturière est revenue aux niveaux tendanciels et les ventes au détail se redressent progressivement. Même si la nouvelle administration Biden devrait conserver une position ferme vis-à-vis de la Chine, la politique devrait être moins imprévisible, en accordant moins d'importance aux droits de douane punitifs. Ces facteurs, combinés à des rendements attrayants de 3,3% sur les obligations d'Etat à 10 ans, ont attiré des entrées de portefeuille, soutenant ainsi la devise.

Le différentiel de taux devrait favoriser l'euro



Source : SGPB, Bloomberg, Macrobond, 27/11/2020

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

### L'attrait de l'or terni

La faiblesse de la demande à court terme devrait limiter les prix pétroliers. La perspective d'une reprise dans le monde post-pandémie implique une baisse de la demande de valeurs refuges comme l'or. Dans les hedge funds, nos stratégies préférées sont les Special Situations, Long/Short (L/S) Credit, Global Macro (en particulier les spécialistes Discretionary et des marchés émergents) et les Directional L/S Equity.

#### Matières premières

##### Pétrole

Les prix du pétrole brut ont fortement augmenté en novembre (en hausse de 29%) alors que les essais réussis de trois nouveaux vaccins anti-COVID-19 étaient annoncés et que les traders commençaient à attendre avec impatience un retour à la normale de la demande. Cependant, des restrictions demeurent en place dans une grande partie de l'Europe et de l'Amérique du Nord, et il est peu vraisemblable que la mobilité et la demande de pétrole commencent à se redresser tant que les vaccins ne seront pas largement disponibles. De fait, l'Agence internationale de l'énergie a de nouveau revu à la baisse ses prévisions en matière de demande pour 2020, de 0,4 million de barils de pétrole par jour (mb/j) à 8,8 mb/j. L'année 2021 devrait être marquée par une reprise partielle de 5,8 mb/j.

Dans ce contexte, l'OPEP et la Russie sont susceptibles de maintenir des baisses de production en place lors de leur réunion de début décembre, d'autant plus que la Libye (qui n'est pas liée par l'accord) a augmenté sa production de 0,1 mb/j en août à 1,0 mb/j. Par ailleurs, il est probable que l'administration Biden puisse chercher à relancer l'accord sur le nucléaire iranien, ouvrant la voie à une reprise des exportations (l'Iran produisait alors 3,7 mb/j contre environ 1,9 mb/j à présent).

Dans l'ensemble, la constitution de stocks de pétrole devrait se poursuivre, limitant ainsi le potentiel de hausse des prix du pétrole brut dans les mois à venir.

##### L'Or

L'annonce de vaccins a écorné l'attrait des valeurs refuges, notamment l'or qui a perdu 5% depuis début novembre. L'offre d'or s'est affaiblie cette année, se repliant de 5% sur les trois premiers trimestres, alors que les restrictions liées à la pandémie ont contraint un grand nombre de compagnies minières à suspendre leurs activités au premier semestre.

La demande d'or physique a également montré des signes de faiblesse, alors que la COVID-19 a perturbé le secteur de la joaillerie au S1, en raison de la fermeture de nombreux distributeurs, en particulier en Inde

et en Chine, les deux principaux marchés. Par ailleurs, les banques centrales ont effectué des ventes nettes modestes d'or au T3, tirées par la Turquie et l'Ouzbékistan. De plus, les afflux de capitaux au profit des ETF ont considérablement marqué le pas en octobre pour s'établir à 20 tonnes, contre une moyenne mensuelle de 111 tonnes sur les trois premiers trimestres.

Alors que l'Inde sort de la récession provoquée par la pandémie et que la Chine poursuit son expansion, nous estimons que la demande d'or et de bijoux des particuliers devrait se redresser, ce qui devrait permettre aux prix de se stabiliser. Néanmoins, la demande de valeurs refuges étant en suspens, nous sommes revenus à Neutre.

#### Hedge funds

##### Long/Short (L/S) Equity

Même si la dispersion des rendements (qui mesure les différences de comportement des actions dans un marché donné) a chuté par rapport aux récents plus-hauts, elle reste bien supérieure à la moyenne observée ces dix dernières années. Et avec l'imminence d'une reprise économique cyclique, les gérants Directional L/S devraient surperformer leurs homologues Market Neutral, qui pourraient avoir du mal à faire face à des conditions de marché qui évoluent rapidement.

##### Event Driven

Les stratégies Merger Arbitrage ont connu une baisse marquée des écarts de prix entre prédateur et proie, ce qui devrait limiter les rendements à court terme, même si les volumes de fusion-acquisition restent élevés. Les fonds Special Situations ont tendance à être relativement sensibles à l'évolution des marchés, ce qui pourrait constituer un avantage alors que les marchés actions misent sur la reprise.

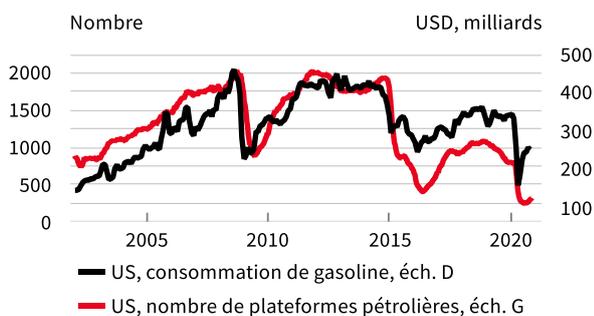
##### Fixed Income Arbitrage

Les spécialistes L/S Credit Arbitrage offrent des rendements corrigés du risque attractifs sur les marchés des obligations d'entreprise. Les rendements annualisés ont été proches de ceux des obligations High Yield (à haut rendement) ces dix dernières années tandis que la volatilité (une mesure du risque pris pour atteindre ces niveaux de rendement) a été sensiblement plus faible, en grande partie grâce à leur analyse crédit solide.

##### Global Macro / CTA

Le mois de novembre a été marqué par un autre revirement brutal de l'évolution des marchés qui pourrait avoir pris au dépourvu les fonds de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA). Nous continuons de préférer les gérants Discretionary Global Macro qui ont mieux su profiter du rebond des actions ce mois-ci ainsi que de la baisse des obligations d'Etat. Par ailleurs, les fonds macro qui se focalisent sur le surplus de rendement (ou « portage ») offert par la dette et les devises émergentes devraient continuer de bien performer.

#### Le forage se reprend grâce à la hausse de la demande



Source : SGPB, Macrobond, 27/11/2020

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.

# THEMATIQUES TACTIQUES ET STRATEGIQUES

## Stratégies ouvertes

Lancement	Conviction	Description de la stratégie	Horizon d'invest.
27/11/2014	L'or bleu (Eau)	De nombreuses régions du globe subissent d'importantes ruptures d'approvisionnement en eau. L'eau reste sous-évaluée.	Stratégique
06/10/2017	Obligations convertibles : le Yin et le Yang	Les obligations convertibles combinent les attributs de différentes classes d'actifs en une seule. Si leur qualité de crédit n'est pas remise en question, elles peuvent offrir un potentiel de hausse illimité avec une protection contre une baisse éventuelle.	Stratégique
29/03/2018	Intelligence artificielle : de la fiction à la réalité	Les dépenses mondiales en intelligence artificielle devraient augmenter de USD 12 milliards en 2017 à USD 57,6 milliards en 2021, apportant des progrès importants dans presque chaque domaine.	Stratégique
20/03/2019	Comblent l'écart hommes-femmes	L'égalité hommes-femmes devrait être considérée comme un avantage stratégique dont les entreprises peuvent bénéficier durablement. Y investir permet aux investisseurs de profiter de ces avantages.	Stratégique
21/06/2019	Technologie 5G : une percée majeure pour les télécoms	La révolution 5G pourrait créer des opportunités d'investissement attrayantes pour les fournisseurs d'équipements et les entreprises capables de tirer parti des capacités offertes par le nouveau réseau.	Stratégique
21/06/2019	Révolution entrepreneuriale en Afrique	L'Afrique est la nouvelle frontière en termes de croissance et d'investissement. Une expansion rapide à travers le continent crée des opportunités attrayantes pour les entrepreneurs et les investisseurs disposés à prendre des risques.	Stratégique
21/06/2019	Changement climatique : la décarbonisation s'intensifie	La transition mondiale vers une économie à faible émission de carbone offre des opportunités d'investissement dans une multitude de secteurs.	Stratégique
21/06/2019	Obligations vertes	Grâce à l'amélioration de leur liquidité, les obligations vertes sont une classe d'actifs prometteuse procurant un impact positif ainsi qu'une durabilité à long terme.	Stratégique
18/09/2019	Réflexion sur une alimentation durable	Le défi de nourrir la population mondiale crée des opportunités d'investissement dans des entreprises qui œuvrent pour produire une alimentation plus saine et plus durable.	Stratégique
29/11/2019	L'Espace – la dernière frontière	Les progrès technologiques rapides dans les satellites et les fusées et la prolifération de nouveaux venus ouvrent une frontière d'investissement.	Stratégique
29/11/2019	La révolution HealthTech – investir pour un avenir plus sain	La hausse des coûts et des besoins croissants forcera la technologie à intervenir dans la chaîne de valeur du secteur de la santé.	Stratégique
31/03/2020	Le développement durable sur le long terme	Nous pensons qu'une durabilité et des normes ESG élevées constitueront un avantage concurrentiel clé pour un succès à long terme.	Stratégique
26/06/2020	Ne pas gaspiller pour ne pas manquer	La réduction, la réutilisation et le recyclage des déchets assureront une demande croissante de spécialistes de la gestion des déchets.	Stratégique
26/06/2020	Réinventer l'industrie	La prise de conscience engendrée par le COVID-19 obligera un nombre croissant d'industriels à se tourner vers la révolution de l'industrie 4.0.	Stratégique
29/09/2020	Repenser l'avenir des paiements	La COVID-19 accélérera le passage des espèces et des moyens de paiement traditionnels à la domination des solutions numériques dans les systèmes de paiement mondiaux.	Stratégique
29/09/2020	Un consommateur en pleine mutation	« Les millénaires » cédant la place aux consommateurs de la génération Z, des changements profonds bouleversent les habitudes de consommation.	Stratégique
29/11/2020	La dette asiatique en devises locales	La croissance robuste en Asie, le renforcement des devises et les différentiels de rendement attractifs devraient favoriser les marchés obligataires asiatiques en devises locales.	Tactique
29/11/2020	Des titres assurantiels à contre-courant	Après 3 années d'occurrences de catastrophes naturelles plus fréquentes, il est temps de relancer l'idée d'investissement sur les titres assurantiels,	Stratégique
29/11/2020	Nouvelles énergies, nouveaux horizons	Réussir la transition vers la neutralité carbone nécessitera d'énormes investissements publics et privés. Et l'hydrogène devrait y jouer un rôle majeur.	Stratégique

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream. Données au 27/11/2020 \* Stratégique : 1-3 ans. Tactique : 3-12 mois

 Changement par rapport au trimestre précédent

## Stratégies fermées

Lancement	Conviction	Principale raison	Type
08/12/2017	Des titres assurantiels à contre-courant	Après 3 années d'occurrences de catastrophes naturelles plus fréquentes, il est temps de relancer l'idée d'investissement sur les titres assurantiels,	Stratégique
07/12/2018	La cybercriminalité, un risque omniprésent	Biens que les risques de cybercriminalité restent omniprésents, les fortes performances engendrées nous encouragent à prendre les bénéfices	Stratégique
21/06/2019	Révolution entrepreneuriale en Afrique	La pandémie pourrait ralentir la croissance africaine à court terme, alors que d'autres opportunités ont émergé.	Stratégique

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream, données au 27/11/2020

# PREVISIONS ECONOMIQUES MONDIALES

## Croissance et inflation

Variations en g.a.* (%)	Croissance du PIB réel					Indices des prix à la consommation				
	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Monde (pond. liée au chg.)	3,2	2,6	-3,9	5,0	3,4	3,0	2,8	2,2	2,1	2,3
Monde (pond.** lié au PPP°)	3,7	2,9	-3,9	5,1	3,6	3,8	3,6	3,2	2,8	2,9
Pays développés (PPA)	2,2	1,6	-5,3	4,2	2,7	1,9	1,4	0,7	1,2	1,6
Pays émergents (PPA)	4,6	3,8	-2,8	5,7	4,3	5,0	5,3	5,0	3,9	3,8
<b>Pays développés</b>										
US	3,0	2,2	-3,5	3,9	2,6	2,4	1,8	1,2	1,8	1,9
Zone Euro	1,9	1,3	-7,4	4,1	2,1	1,8	1,2	0,2	0,8	1,2
Allemagne	1,3	0,6	-5,8	3,0	3,4	1,9	1,3	0,4	1,2	1,1
France	1,8	1,5	-9,4	6,7	1,3	2,1	1,3	0,4	0,6	1,1
Italie	0,7	0,3	-8,9	4,8	1,5	1,2	0,7	-0,2	0,3	1,0
Espagne	2,4	2,0	-11,7	4,8	2,1	1,7	0,8	-0,4	0,3	1,0
R.-U.	1,3	1,3	-11,4	5,1	3,8	2,5	1,8	0,9	1,3	2,1
Japon	0,3	0,7	-4,9	4,4	1,9	1,0	0,5	0,1	0,4	1,4
Suisse	2,7	1,1	-4,0	2,7	2,6	0,9	0,4	-0,7	-0,1	0,4
Australie	2,8	1,8	-3,5	3,5	4,0	1,9	1,6	0,9	1,5	1,6
<b>Pays émergents</b>										
Chine	6,7	6,1	2,0	7,8	5,0	2,1	2,9	2,6	0,8	1,7
Corée du Sud	2,9	2,0	-1,0	2,9	2,7	1,5	0,4	0,5	1,1	1,3
Taïwan	2,7	2,7	1,8	3,3	2,8	1,0	0,8	-0,3	0,9	1,4
Inde***	6,6	4,9	-7,9	7,1	4,2	4,0	3,7	6,3	4,5	4,1
Indonésie	5,2	5,0	-2,1	5,4	4,8	3,2	2,8	2,0	2,3	2,8
Brésil	1,2	1,1	-4,7	3,7	1,8	3,7	3,7	3,1	4,1	3,2
Mexique	2,2	-0,3	-9,1	4,8	2,5	4,9	3,6	3,5	3,6	3,4
Chili	3,9	1,1	-6,2	5,0	2,7	2,7	2,3	2,9	2,5	2,5
Russie	2,5	1,3	-4,3	2,7	2,0	3,1	4,2	3,5	4,0	3,9
Slovaquie	3,9	2,3	-8,3	2,9	5,9	2,5	2,8	2,2	1,7	1,9
République tchèque	3,2	2,3	-7,6	3,0	4,6	2,1	2,8	3,2	2,3	1,9

\* g.a. : glissement annuel

\*\* (p : prévision)

\*\*\* PPP: Parité du pouvoir d'achat

\*\*\*\* Pour l'Inde, moyennes calculées sur l'année fiscale, qui se termine en mars.

Sources : SG Cross Asset Research / Recherche économique, FMI, 27/11/2020

Les projections ne constituent pas un indicateur fiable des performances futurs.

# PERFORMANCE DES MARCHES

Actions pays développés		Performance – rendement total (en devises locales)							
	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P500	3630	4,9%	5,8%	14,2%	18,0%	43,4%	47,8%	77,4%	92,1%
DJ Euro Stoxx 50	3512	9,9%	5,8%	-3,8%	-2,7%	19,3%	8,2%	31,3%	20,3%
FTSE100	6391	9,3%	6,4%	-12,7%	-10,8%	-0,8%	-2,9%	9,3%	22,9%
Topix	1768	8,8%	9,7%	5,0%	6,3%	14,0%	6,6%	32,3%	24,2%
MSCI AC World (\$)	620	6,8%	7,7%	12,0%	15,9%	37,0%	32,6%	64,8%	71,7%

Obligations pays développés		Performance – rendement total (en devises locales)							
	Rendement à maturité	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
ICE BAML Corp Euro IG	0,33%	1,0%	2,1%	2,5%	2,6%	9,1%	7,4%	10,8%	14,6%
ICE BAML Corp Euro HY	3,37%	3,1%	3,9%	1,7%	3,4%	12,5%	9,0%	18,8%	24,1%
ICE BAML Corp US IG	1,94%	1,9%	1,5%	8,7%	9,2%	25,8%	22,0%	30,3%	35,9%
ICE BAML Corp US HY	5,32%	2,7%	3,5%	4,0%	6,5%	16,9%	16,8%	27,8%	43,4%
ICE BAML Corp UK IG	1,62%	1,5%	2,3%	7,1%	7,5%	20,0%	17,9%	25,7%	36,7%
FTSE US Gvt Bond Index 3-7 years		0,0%	-0,2%	6,8%	6,7%	15,3%	14,4%	16,2%	17,5%
FTSE German Gvt Bond Index 3-7 years		-0,1%	0,4%	0,7%	0,2%	1,4%	1,5%	1,2%	2,3%
FTSE UK Gvt Bond Index 3-7 years		-0,2%	-0,1%	2,7%	2,1%	4,9%	5,5%	6,4%	10,1%
FTSE Japanese Gvt Bond Index 3-7 years		0,1%	0,1%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,4%	-0,2%	0,3%

Actions pays émergents		Performance – rendement total (en USD)							
	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
MSCI EM	1218	7,3%	9,7%	11,7%	18,6%	32,8%	14,7%	58,7%	66,9%
MSCI EM Asia	674	6,5%	9,7%	21,4%	28,6%	45,2%	22,5%	75,6%	82,8%
MSCI EMEA	230	8,5%	6,5%	-10,9%	-6,4%	3,0%	-6,3%	18,0%	18,8%
MSCI Latam	2234	13,8%	14,7%	-21,4%	-14,3%	-6,5%	-12,4%	10,4%	29,7%

Obligations pays émergents		Performance – rendement total (en USD)							
Index	Rendement à maturité	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
ICE BAML EM Sovereign	4,08%	3,7%	2,6%	3,4%	6,3%	18,9%	11,5%	25,2%	32,7%
Asia	3,09%	2,1%	-0,7%	5,4%	6,4%	25,1%	19,3%	30,9%	41,4%
EMEA	4,19%	5,0%	5,0%	5,0%	7,1%	22,1%	15,8%	29,1%	34,8%
Latam	4,43%	2,8%	1,2%	0,1%	5,0%	11,8%	2,8%	17,5%	26,2%
ICE BAML EM Corp	3,61%	1,8%	1,9%	5,9%	7,1%	19,6%	16,8%	23,7%	29,7%
Asia	3,26%	1,0%	0,7%	6,3%	6,9%	21,0%	18,3%	27,7%	35,6%
EMEA	3,28%	2,1%	2,5%	6,4%	7,7%	21,4%	16,4%	33,2%	44,7%
Latam	4,64%	3,5%	4,0%	4,9%	7,2%	19,5%	16,1%	25,3%	30,2%

Sources : SGPB, Bloomberg, Datastream (données au 27/11/2020)

BAML : Bank of America Merrill Lynch, EM : Marché émergents, IG : Investment Grade, LatAm : Latin America

Corp : Obligations d'entreprise, EMEA : Europe, Moyen Orient, et Afrique, HY : Haut rendement, Gvt : Gouvernement

## PERFORMANCES DES MARCHES ET PREVISIONS

Devises	Actuel	Prévisions		Performance					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
EUR/USD	1,19	1,21	1,24	6,3%	8,2%	5,1%	-0,1%	12,5%	12,1%
USD/JPY	104	104	103	-3,8%	-4,1%	-7,5%	-6,3%	-7,6%	-14,9%
EUR/CHF	1,08	1,09	1,12	-0,3%	-1,4%	-4,3%	-7,4%	0,8%	-0,3%
GBP/USD	1,34	1,35	1,35	0,9%	3,8%	4,4%	0,3%	7,3%	-11,5%
EUR/GBP	0,89	0,90	0,92	5,3%	4,3%	0,6%	-0,5%	4,9%	26,7%

Rendements 10 ans	Actuel	Prévisions		Performance (en devises locales)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Etats-Unis	0,88%	0,95%	1,10%	-103	-89	-218	-146	-149	-136
Allemagne	-0,59%	-0,45%	-0,20%	-38	-22	-91	-94	-81	-105
Royaume-Uni	0,28%	0,35%	0,60%	-51	-38	-106	-93	-110	-157

Matières premières	Actuel	Prévisions		Performance (en dollar)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Or en USD	1813	1800	1900	19,2%	24,4%	48,2%	40,7%	53,0%	69,0%
Pétrole (Brent) en USD	48,7	45,0	55,0	-26,6%	-23,4%	-17,4%	-23,4%	3,0%	10,0%

Actions	Actuel	Prévisions		Performance – Rendement total (en devise locale)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P 500	3630	3750	3850	14,2%	18,0%	43,4%	47,8%	77,4%	92,1%
Euro Stoxx 50	3512	3700	3875	-3,8%	-2,7%	19,3%	8,2%	31,3%	20,3%
FTSE 100	6391	6700	7050	-12,7%	-10,8%	-0,8%	-2,9%	9,3%	22,9%
Topix	1768	1850	1950	5,0%	6,3%	14,0%	6,6%	32,3%	24,2%

Source : Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (données au 27/11/2020), pb = points de base

BAML: Bank of America Merrill Lynch, EM: Marchés émergents, IG: Investment Grade, LatAm: Amérique Latine

Corp: Corporat, EMEA: Europe, Moyen Orient, Afrique, HY: Haut rendement

Les projections ne constituent pas un indicateur fiable des performances futurs.

## 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 Luxembourg (« SG Luxembourg »), 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.societegenerale.lu](http://www.societegenerale.lu). Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SG Luxembourg 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 SG Luxembourg, 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 2020. 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

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.