

# NOTRE POINT DE VUE

## Février 2021



## Vers l'avant

### Situation macro-économique

Comme nous l'avons noté le mois dernier, les pays les plus avancés dans leurs programmes de vaccination (notamment le Royaume-Uni et les Etats-Unis) seront les mieux placés pour assouplir les mesures de confinement le moment venu. Pour l'heure, cependant, la propagation rapide des nouvelles souches et les perturbations dans l'approvisionnement en vaccins poussent les gouvernements à durcir et à étendre les restrictions, des décisions qui pèseront sans aucun doute sur le potentiel de croissance au T1. Dans ce contexte, la politique fiscale restera particulièrement expansionniste. Le Président Biden a déjà appelé de ses vœux un nouveau plan d'aide de 1 900 Md\$, tandis que les premiers versements du fonds de relance de l'UE devraient être déboursés. Les chiffres du PIB chinois pour 2020 ont confirmé que l'économie chinoise avait enregistré une croissance robuste de 2,3% l'année dernière, qui devrait s'accélérer nettement cette année pour dépasser les 8%.

### Banques centrales

L'inflation globale pourrait s'inscrire en hausse au printemps, dans la mesure où l'effondrement des prix de l'énergie survenu l'année dernière faussera les comparaisons en glissement annuel. Cependant, les banques centrales ont clairement indiqué qu'elles considèrent cette progression comme un phénomène transitoire et les réunions de janvier ont confirmé qu'elles projettent de poursuivre des politiques extrêmement accommodantes. Aux Etats-Unis, par exemple, une hausse éphémère de l'inflation au-dessus de 2% n'atteindrait pas le nouvel objectif de la Réserve fédérale (Fed) d'une inflation moyenne de 2% sur une période prolongée. Nous ne prévoyons donc pas de changement des taux directeurs en 2021, ni l'année prochaine vraisemblablement, tandis que les marchés financiers pourraient continuer d'afficher d'importantes liquidités grâce aux programmes d'achats d'actifs.

### Marchés financiers

Malgré les inquiétudes liées aux vaccins, l'appétit pour le risque demeure élevé et les marchés actions ont gagné du terrain depuis début janvier. Les actions émergentes ont surperformé, tirées par les actions asiatiques grâce aux indicateurs d'une reprise solide en Chine. Comme nous l'avions anticipé, les investisseurs voient plus loin que les problèmes à court terme liés aux vaccins et se tournent vers la reprise cyclique qui devrait s'accélérer au second semestre. Par ailleurs, nous avons observé une reprise des « gagnants de la COVID », dans les domaines des technologies, du streaming et du commerce de détail sur Internet, par exemple. Parmi les valeurs refuges, les obligations d'Etat et l'or ont perdu une partie des gains réalisés, comme attendu, mais le dollar a rebondi après avoir atteint des niveaux survenus début janvier.

### Conclusion

Nous continuons de fortement surpondérer les marchés actions mondiaux, qui devraient continuer de surperformer les autres classes d'actifs, selon nous. 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. Nous sous-pondérons l'ensemble des marchés obligataires, à l'exception 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/JAN/21

Sauf indication contraire, les chiffres et statistiques dans ce rapport ont été repris le 27/01/2021 des bases de données suivantes : Bloomberg et Datastream.



# 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	
<b>ACTIONS</b>	<b>ACTIONS MONDE</b>						
	Etats-Unis						
	Zone euro						
	Royaume-Uni						
	Japon						
	Emergents						
<b>MARCHE OBLIGATAIRE</b>	<b>SOUVERAINS</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>	<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. PF</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, qui ont atteint de nouveaux plus-hauts historiques fin janvier, les investisseurs ayant salué les propositions de soutien fiscal du nouveau Président Joe Biden.
<b>Zone euro (ZE)</b>	Nous continuons de Surpondérer la région dans nos allocations compte tenu de sa sensibilité à une reprise cyclique de l'activité.
<b>Royaume-Uni</b>	Nous restons Neutres en raison des mesures de confinement strictes et des perturbations liées au Brexit, qui auront des effets considérables sur l'économie britannique.
<b>Suisse</b>	Les prévisions de bénéfices sont solides et les fondamentaux des entreprises demeurent robustes, ce qui devrait contribuer à limiter l'amplitude d'une baisse potentielle.
<b>Japon</b>	Nous restons Surpondérés puisque les effets de la pandémie ont été moins graves au Japon et les valorisations sont raisonnables.
<b>Pays émergents</b>	Nous restons fortement Surpondérés dans la mesure où la reprise cyclique mondiale devrait donner lieu à une nouvelle progression des flux commerciaux mondiaux, une aubaine pour les marchés émergents.

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>	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 dernier.
<b>Entreprises</b>	Les spreads se sont encore resserrés vers des plus-bas historiques, et nous restons Sous-pondérer.
<b>Haut rendement</b>	Les rendements ayant atteint de nouveaux plus-bas historiques fin janvier, le segment du haut rendement offre une compensation insuffisante du risque de défaut, et nous restons Sous-pondérés.
<b>Dettes émergentes</b>	Nous continuons de préférer les émetteurs asiatiques, compte tenu de la reprise cyclique déjà bien engagée.

DEVICES	
<b>EUR/USD</b>	La baisse de la demande de valeurs refuges, les taux réels négatifs et le double déficit sont autant de facteurs qui ont tiré le dollar vers le bas.
<b>GBP/USD</b>	Les dernières mesures du confinement au Royaume-Uni et les effets du Brexit devraient contenir le rebond de la livre sterling.
<b>EUR/GBP</b>	La mise en place du nouveau régime commercial transmanche pourrait peser sur la livre sterling face à l'euro dans les prochains mois.
<b>USD/JPY</b>	Nous entrevoyons une nouvelle appréciation modeste du yen par rapport aux niveaux actuels en 2021.
<b>EUR/CHF</b>	Dès lors qu'une reprise cyclique se profilera plus clairement, nous estimons que l'euro repartira progressivement à la hausse face au franc.
<b>Devises émergentes</b>	Nous anticipons une consolidation du renminbi dans les prochains mois, avant une nouvelle remontée.

ALTERNATIVES	
<b>Hedge funds</b>	Dans les hedge funds, nos stratégies préférées restent les Special Situations et Global Macro, en particulier les spécialistes Discretionary et des marchés émergents.
<b>Or</b>	Les moteurs fondamentaux pour l'or devraient faire progresser les prix en 2021.
<b>Pétrole</b>	Nous continuons d'anticiper une stabilisation des prix pétroliers jusqu'à l'apparition de signes tangibles d'une hausse de la demande.

Source : SGPB, 27/01/2021

\* 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

### Danser au rythme des vaccins

Les vagues successives des infections à la COVID-19 et l'émergence de nouvelles souches plus virulentes ont de nouveau fragilisé les systèmes de santé mondiaux, contraignant les gouvernements à durcir et à étendre les restrictions. L'activité économique est alors retombée en récession à travers l'Europe et a subi un ralentissement marqué aux Etats-Unis.

Comme c'est le cas depuis le début de la pandémie, les sociétés de services ont été beaucoup plus durement touchées que les entreprises manufacturières. Les chiffres préliminaires des enquêtes de confiance des chefs d'entreprise (indices des directeurs d'achat, Purchasing Manager Index, PMI) pour le mois de janvier confirment cette tendance. Le PMI manufacturier de la zone euro a atteint 54,7 points (le niveau de 50,0 marque la frontière entre expansion et contraction de l'activité), tandis que l'indice des services a chuté à 45,0 points, bien en deçà des attentes. Au Royaume-Uni, la dégradation de la confiance dans les services a été encore plus prononcée. Le nouveau variant du virus a conduit à un confinement national, tandis que les effets des premières perturbations post-Brexit ont commencé à se faire sentir.

Les Etats-Unis ont adopté une approche beaucoup moins stricte, laissant les gouverneurs d'Etat décider des restrictions à mettre en place. Les données sur la mobilité pour le commerce de détail et les loisirs indiquent un fléchissement relativement modeste de 25% par rapport aux niveaux antérieurs à la pandémie, tandis que les baisses observées en Europe varient de 45 à 65%. C'est donc sans surprise que la confiance des chefs d'entreprise est demeurée dynamique tant dans le secteur manufacturier que dans les services, d'après les indices PMI de janvier. Le marché du travail est quant à lui manifestement affaibli. Les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage n'ont cessé d'augmenter depuis début novembre, faisant ainsi baisser les ventes au détail sur les deux derniers mois de l'année.

A court terme, tout dépendra de la rapidité avec laquelle les pays peuvent faire monter en puissance leurs programmes de vaccination et atteindre des niveaux d'immunité collective, ce qui permettrait alors d'assouplir les restrictions. Les premiers pays à

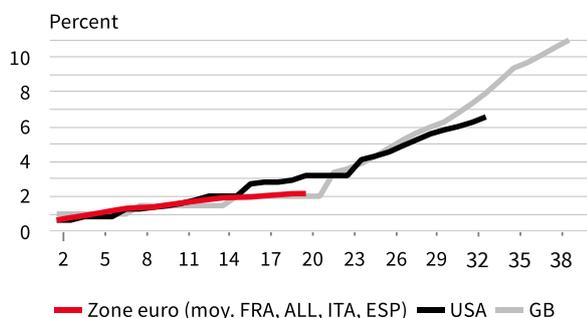
réagir (notamment le Royaume-Uni et les Etats-Unis) ont avancé à pas de géant, avec 11,0% et 7,1% de leurs populations respectives déjà vaccinés. L'homologation des vaccins est arrivée beaucoup plus tardivement dans l'UE. Les programmes n'ont ainsi réellement commencé que fin décembre, soit trois semaines après le Royaume-Uni. Comme l'indique le graphique, cependant, la vitesse moyenne de la montée en puissance de la vaccination dans les quatre principaux Etats membres de l'UE est globalement conforme à celle des Etats-Unis et du Royaume-Uni. A condition que les retards d'approvisionnement puissent être inversés rapidement, nous estimons que les pays seront en mesure de commencer à lever les restrictions d'ici au printemps, le Royaume-Uni et les Etats-Unis devançant l'UE d'environ un mois.

La reprise en Asie est beaucoup moins tributaire des vaccins. La Chine (la locomotive de la région) a vu son économie croître de 2,3% l'année dernière et nous prévoyons une accélération de la croissance à plus de 8% en 2021, un niveau qui n'a plus été observé depuis 2011. Par ailleurs, la Chine n'a pas eu besoin de recourir au type d'assouplissement monétaire employé par la Fed et la Banque centrale européenne (BCE). Même si les taux directeurs à trois mois ont été réduits l'année dernière de 160 points de base pour atteindre leurs plus-bas en mars, ils ont ensuite augmenté régulièrement pour se hisser à leur plus-haut de l'année 2020 fin novembre.

Des mesures massives de relance budgétaire n'ont pas non plus été nécessaires à la reprise chinoise. D'après l'Institute for International Finance, le ratio dette publique/PIB de Pékin a augmenté de 10,1 points de pourcentage (pp) à 63,0% entre le T3 2019 et le T3 2020, tandis que les Etats-Unis ont accumulé 25,5 pp sur la même période, portant leur ratio à 127,2%, le plus haut niveau jamais atteint en temps de paix. Et il y a encore plus à venir à Washington. Le Président Trump a signé un projet de loi d'aide de 900 Md\$ fin décembre, et son successeur a proposé une enveloppe supplémentaire de 1 900 Md\$, qui représentent conjointement 13,4% du PIB.

**Conclusion.** La perspective d'un nombre significatif de vaccinations, combinée à des mesures de relance fiscale et monétaire massives, pourrait garantir une reprise cyclique synchronisée dans les économies avancées au S2 2021. Tandis que la zone euro pourrait être à la traîne des Etats-Unis au premier semestre, nous y attendons une accélération de la croissance au S2 qui devrait se poursuivre en 2022.

Trajectoire similaire des programmes de vaccination



Source : SGPB, Macrobond, Our World in Data, 27/01/2021

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

## Des marchés obligataires moins attrayants

De nombreux marchés obligataires ont connu des prix historiquement élevés et des rendements historiquement bas en janvier, sur fond d'achats soutenus des banques centrales. Les marchés de taux étant devenus moins attrayants, nous sommes passés à fortement Sous-pondérer sur les obligations d'Etat, tandis que notre exposition au « crédit », c'est-à-dire aux obligations d'entreprise (investment grade, IG) et à haut rendement (high yield, HY) a été réduite à Sous-pondérer.

### Taux

**États-Unis.** Au lendemain de la victoire des Démocrates (« vague bleue ») en Géorgie qui a abouti au contrôle des deux chambres au Congrès, les investisseurs ont réduit leur exposition aux bons du Trésor, portés par l'espoir de mesures de relance fiscale massives, poussant le rendement à 10 ans à un plus-haut de dix mois situé à 1,15%. Mais depuis, les rendements se sont repliés à 1,0%, les marchés comprenant que sous l'effet des majorités très minces au Congrès, les projets du Président Biden pourraient être freinés. Par ailleurs, les achats massifs réguliers de bons du Trésor par la Fed ont porté ses avoirs à de nouveaux plus-hauts historiques, contribuant ainsi à limiter le potentiel de hausse des rendements.

**Zone euro.** Le potentiel de hausse des rendements des obligations d'Etat du noyau dur dans la zone euro a été extrêmement modeste, le rendement des obligations d'Etat allemandes (Bund) à 10 ans s'élevant à -0,55%, un niveau à peine supérieur à la moyenne sur trois mois. Le durcissement des mesures de confinement à travers l'Europe et la rechute en récession qui a suivi ont encouragé la demande de valeurs refuges de la part des investisseurs, tandis que le rythme des achats réalisés par la BCE a accéléré depuis qu'elle a ajouté 500 Md€ à ses programmes d'achats d'obligations en décembre. Une reprise cyclique se profilant au S2, les rendements des obligations du noyau dur ne devraient guère chuter plus bas.

**Royaume-Uni.** Le rendement des obligations d'Etat (« gilt ») à 10 ans a évolué principalement entre 0,2% et 0,3% sur les six derniers mois. Des mesures de confinement strictes ont poussé l'indice composite de confiance des chefs d'entreprise (PMI) en territoire de récession, tandis que les exportateurs s'efforcent de faire face aux nouveaux contrôles douaniers et aux barrières non douanières avec l'UE. Si le rythme soutenu des vaccinations devrait permettre au

gouvernement d'assouplir son confinement avant ses voisins européens, il est peu vraisemblable que la Banque d'Angleterre durcisse sa politique dans un avenir prévisible.

### Crédit

**États-Unis.** Comme nous l'avons souligné le mois dernier, les rendements des obligations IG ont atteint des plus-bas historiques à la fin de l'année dernière et les « spreads » (c'est-à-dire les écarts de rendement) par rapport aux bons du Trésor n'ont augmenté que modestement depuis. A ces niveaux, le crédit IG a largement anticipé la reprise cyclique attendue et n'est guère attrayant. Le rendement des obligations à haut rendement (HY) spéculatives a atteint de nouveaux plus-bas fin janvier, limitant la compensation du risque de défaut. Nous continuons de Sous-pondérer les obligations d'entreprise.

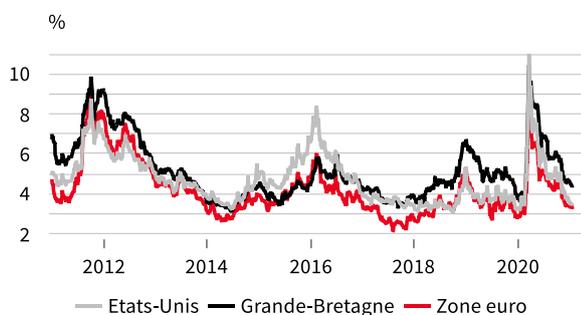
**Zone euro.** Le rendement des obligations IG de la zone euro est à peine positif à seulement 0,24% et est encore très proche des plus-bas historiques de décembre. Les spreads par rapport aux Bunds s'élèvent à 93 points de base (pb), à peine plus que les obligations d'Etat espagnoles à 0,62% et de nouveau près de plus-bas historiques. 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 n'est guère plus attrayant. Les spreads par rapport aux gilts ne se sont élargis que de 2 pb après avoir touché des plus-bas record plus tôt en janvier, et le rendement des obligations HY en GBP a atteint de nouveaux plus-bas historiques fin janvier. L'économie a commencé l'année 2021 avec une dégradation brutale de l'enquête de confiance des chefs d'entreprise (PMI) qui n'augure rien de bon pour la qualité de crédit. Nous continuons de Sous-pondérer.

### Marchés émergents.

Lorsque l'on observe les marchés mondiaux des obligations d'Etat, les émetteurs émergents se distinguent en affichant des spreads par rapport aux bons du Trésor américain de 303 pb. L'économie mondiale commencera à accélérer de nouveau à mesure que les campagnes de vaccination progresseront, contribuant ainsi à améliorer la qualité de crédit. Cependant, les prix ont fortement rebondi par rapport aux plus-bas du printemps 2020, faisant plonger les rendements à des plus-bas historiques. Pour cette raison, nous avons plafonné notre exposition à Neutre, avec une préférence pour les émetteurs asiatiques.

Les écarts de rendement HY se sont resserrés



Source : SGPB, Macrobond, 26/01/2021

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

### Voir plus loin que la volatilité à court terme

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.

**US.** Les actions américaines ont atteint de nouveaux plus-hauts historiques fin janvier, les investisseurs ayant salué les propositions de soutien fiscal du nouveau Président Joe Biden. Par ailleurs, le déploiement rapide des vaccinations a laissé espérer une maîtrise prochaine de la pandémie. Selon nous, les faibles majorités des Démocrates dans les deux chambres du Congrès signifient que les plans de dépenses de Joe Biden pourraient ne pas atteindre les montants proposés. De plus, la propagation rapide des nouvelles souches du virus pourrait ralentir la réalisation de l'immunité collective et maintenir les ménages sur la défensive. Malgré la vigueur des enquêtes de confiance PMI, le marché du travail s'est affaibli depuis octobre, avec une hausse régulière des nouvelles demandes d'allocations chômage.

Profitant de la vigueur persistante des actions américaines, les valorisations se sont hissées à 23x les bénéfices à douze mois, juste en deçà du record de 25x atteint début 2000 durant la « dotcom mania ». Cette fois-ci, le marché s'est de nouveau inscrit en hausse grâce au secteur des technologies où les valorisations se traitent avec une surcote de 77% par rapport à la moyenne sur 10 ans. Nous restons Neutres.

**Zone euro.** Après une surperformance solide face aux actions américaines en novembre et en décembre, les investisseurs ayant réagi aux excellents résultats des essais vaccinaux, les actions de la zone euro ont partiellement perdu l'avance qu'elles avaient prise en janvier. Les programmes de vaccination ont démarré plus lentement dans l'UE, tandis que les nouvelles souches du virus ont poussé les gouvernements à durcir les mesures de confinement, faisant ainsi replonger l'économie en zone de contraction. Nous restons toutefois convaincus que le soutien fiscal et monétaire constitue un filet de sécurité pour les entreprises et les particuliers, et que les vaccinations continueront de s'accélérer, ouvrant la voie à une reprise cyclique forte à partir du S2, permettant ainsi aux

investisseurs de voir plus loin que les problèmes à court terme. Les actions de la zone euro se traitent avec une décote de 24% par rapport aux indices américains, et la croissance des bénéfices devrait être plus forte cette année (en hausse de 48%, d'après le consensus, contre +21% aux Etats-Unis). Nous continuons de Surpondérer la région dans nos allocations et préférons encore les secteurs plus sensibles aux cycles comme les matériaux.

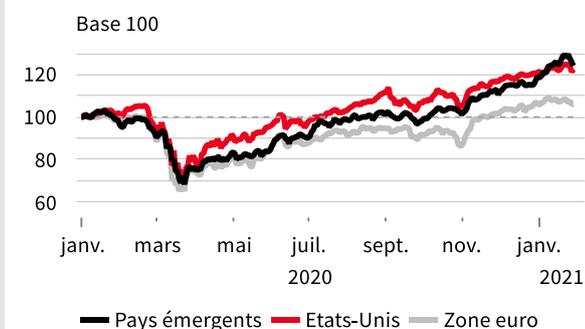
**Royaume-Uni.** Les enquêtes PMI de janvier ont fait état d'un ralentissement marqué de l'économie britannique, compte tenu des mesures de confinement strictes (qui devraient être prolongées jusqu'à début mars au moins) et du ralentissement post-Brexit des échanges commerciaux transmanche. Cependant, les actions britanniques sont attrayantes, se traitant avec une surcote modeste de 10% par rapport à la moyenne sur 10 ans, et devraient bénéficier d'une reprise cyclique de l'activité. Dans l'ensemble, nous restons Neutres.

**Suisse.** Les actions suisses ont surperformé les autres marchés européens durant une grande partie de l'année dernière grâce à la prédominance des actions défensives de qualité dans l'indice. Cependant, les annonces de vaccins en novembre ont marqué un tournant en faveur de marchés retardataires plus cycliques comme le Royaume-Uni et la zone euro. Cependant, les prévisions de bénéfices sont solides et les fondamentaux des entreprises demeurent robustes, ce qui devrait contribuer à amortir les effets d'une baisse potentielle.

**Japon.** Le Japon a régulièrement sous-performé la moyenne mondiale tout au long des années 2010, mais est parvenu à tenir le rythme depuis le début de l'année dernière. Les effets de la pandémie ont été moins graves que dans l'Occident, et le Japon est bien placé pour bénéficier de la forte reprise de la Chine. Par ailleurs, les valorisations sont relativement raisonnables à 18,3x les bénéfices à 12 mois avec un rendement du dividende de 2%. Le consensus table sur une hausse de 37% des bénéfices 2021 et nous restons Surpondérés.

**Marchés émergents.** Dans l'ensemble, les bénéfices des marchés émergents devraient s'être modestement repliés de 4% en 2020. Cette progression masque toutefois des divergences régionales marquées (les bénéfices se sont effondrés de 43% en Europe de l'Est et de -55% en Amérique latine, tandis qu'ils ont augmenté de 9% en Asie, grâce à une croissance solide en Chine, à Taïwan et en Corée du Sud). Nous restons optimistes pour 2021. Les bénéfices devraient se redresser de 35%, tandis que les valorisations à 16x les prévisions sont plutôt attractives. Par ailleurs, la reprise cyclique mondiale devrait donner lieu à une reprise des flux commerciaux mondiaux, une aubaine pour les exportateurs émergents.

Performance des actions en USD depuis Janvier 2020



Source : SGPB, Macrobond, 28/01/2021

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

### Un nouvel accès de faiblesse du dollar avant la fin de l'année

Après un rebond à contre-courant de la tendance en janvier, nous estimons que le dollar repartira à la baisse face à la plupart des devises des économies avancées et émergentes. La livre sterling s'est appréciée, soulagée qu'un Brexit « sans accord » ait été évité, mais le rebond devrait désormais s'essouffler.

**Indice dollar.** L'indice dollar (DXY) a atteint des niveaux survenus début janvier, touchant son plus-bas niveau depuis avril 2018 avant de regagner du terrain. Cette progression reflète, en partie, les achats de valeurs refuges survenus après la prise d'assaut du Capitole et, en partie, les effets d'une hausse modeste du rendement des bons du Trésor américain portée par les espoirs de relance fiscale. A moyen terme, nous estimons que le dollar repartira à la baisse. Avec une stabilisation des taux directeurs pour de nombreux trimestres à venir et une poursuite des achats d'actifs, il est peu probable qu'une hausse des taux ou des rendements ne soutienne le dollar.

**EUR/USD.** Après s'être apprécié de 8,9% face au dollar en 2020, il n'est guère surprenant que l'euro ait marqué une pause pour reprendre son souffle en janvier. Nous estimons toutefois que les moteurs fondamentaux restent en place pour permettre à l'euro de repartir à la hausse avant la fin de l'année. La décision de l'UE d'émettre des obligations qui seront garanties conjointement par les Etats membres a apaisé les craintes d'un éclatement de la zone euro. L'économie bénéficiera d'une reprise cyclique plus tard cette année. Et les niveaux du ratio dette/PIB de la zone euro semblent moins alarmants qu'aux Etats-Unis, tandis que la région continue d'afficher des excédents courants significatifs face à des déficits américains colossaux.

**GBP/USD.** La livre sterling s'est inscrite dans une tendance haussière régulière face au dollar depuis fin septembre, alors qu'un consensus de marché s'est dégagé selon lequel un accord commercial avec l'UE serait signé avant la date butoir. Fait intéressant, la vigueur s'est poursuivie en janvier, malgré les dernières mesures de confinement au Royaume-Uni et les perturbations pour les exportateurs provoquées par les nouveaux contrôles douaniers et les barrières non-douanières avec l'UE. Cependant, la livre sterling a désormais augmenté de pratiquement 20% depuis les plus-bas de mars dernier, et une pause dans cette remontée semble vraisemblable.

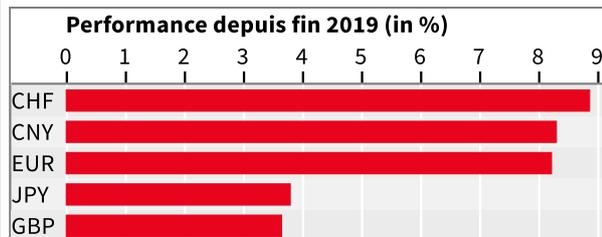
**USD/JPY.** Le yen a augmenté régulièrement face au dollar depuis l'accès de volatilité observé en mars dernier. Il a bénéficié de la baisse des rendements réels américains (après prise en compte de l'inflation) et de la faiblesse généralisée du dollar. Le Japon s'en est beaucoup mieux sorti face à la pandémie que d'autres économies avancées, et la poursuite des réformes structurelles pourrait encourager les afflux d'investissement étrangers. Nous entrevoyons une nouvelle appréciation modeste du yen en 2021.

**EUR/CHF.** A l'instar du dollar, le franc suisse a bénéficié des flux vers les valeurs refuges depuis son plus-bas de début janvier face à l'euro. Jusqu'à présent, la Banque nationale suisse (BNS) semble s'être tenue à l'écart, à en juger par le montant total des dépôts à vue (qui reflètent les interventions sur le marché des changes et sont globalement stables depuis septembre dernier). Dès lors qu'une reprise cyclique se profilera plus clairement, nous estimons que l'euro repartira progressivement à la hausse face au franc.

**Marchés émergents.** L'indice JP Morgan des devises émergentes s'était apprécié de plus de 11% face au dollar depuis le plus-bas historique d'avril dernier avant de céder du terrain en janvier. Malgré la vigueur de l'année dernière, la tendance baissière à long terme des devises émergentes demeure intacte. Nous estimons toutefois que ces dernières pourraient s'inscrire en hausse cette année. Les taux courts à 0% aux Etats-Unis pourraient encourager des « stratégies de portage » dans le cadre desquelles les investisseurs achètent des devises émergentes en raison de leurs taux plus élevés. Par ailleurs, la reprise cyclique devrait favoriser l'ensemble des devises émergentes.

**USD/CNY.** Les mesures de confinement drastiques mises en place par la Chine durant l'hiver 2020 ont permis au pays de rouvrir beaucoup plus rapidement que les économies avancées, évitant ainsi d'avoir à recourir au soutien fiscal massif accordé par les gouvernements occidentaux. Par conséquent, les ratios d'endettement de la Chine ont moins souffert pendant la pandémie que ceux des Etats-Unis ou de l'UE. De plus, les obligations d'Etat chinoises à 10 ans affichent un rendement de 3,19% ; la Chine devient ainsi l'un des marchés obligataires les plus attractifs. Nous estimons que la nouvelle administration Biden conservera une ligne dure face à la Chine, mais qu'elle accordera moins d'importance aux droits de douane punitifs, un changement de position qui pourrait être facilité par la vigueur récente de la devise chinoise. Dans l'ensemble, nous anticipons une consolidation du renminbi dans les prochains mois, avant une nouvelle remontée.

#### Performance des devises contre le dollar américain



Source : SGPB, OCDE, Macrobond, 27/01/2021

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

### La demande de bijoux devrait soutenir le cours de l'or

Les prix pétroliers devraient se stabiliser dans les prochains mois, jusqu'à ce que la demande finale se redresse. Les moteurs fondamentaux pour l'or devraient atténuer toute faiblesse en 2021. Côté hedge funds, nos stratégies préférées sont les Special Situations, Global Macro (en particulier les spécialistes Discretionary et des marchés émergents).

#### Matières premières

**Pétrole.** Les prix pétroliers se sont envolés de 10% début janvier. La décision de l'Arabie saoudite de réduire volontairement sa production de 1 million de barils par jour (mb/j) en février et en mars a permis une baisse de la production totale de l'OPEP et de ses alliés durant une période de faiblesse probable de la demande, tout en permettant à la Russie et au Kazakhstan d'augmenter leur production. A Washington, la « vague bleue » des Démocrates au Congrès et à la Maison blanche a fait renaître l'espoir de contrôles plus stricts sur le développement des combustibles fossiles. Cependant, des décrets du Président Biden sur l'énergie ont suspendu les nouvelles concessions pour des projets d'exploitation d'hydrocarbures sur les terres fédérales, mais ne sont pas allés jusqu'à interdire purement et simplement le forage et la fracturation, ce qui réduit la probabilité de fortes baisses de la production américaine pour le moment. Et dans la mesure où le prix du baril de Brent est stable près du plus haut de notre fourchette cible de 50-55 \$, la production pourrait même augmenter par rapport à la moyenne de 11,0 mb/j de janvier. En fin de compte, nous continuons d'anticiper une stabilisation des prix pétroliers jusqu'à l'apparition de signes tangibles d'une hausse de la demande.

**L'Or.** L'année 2020 a été marquée par la demande d'or la plus faible depuis 11 ans, avec un volume annuel total de 3 760 tonnes. La baisse de la demande est liée à la récession provoquée par la pandémie, qui a entraîné une contraction de 34% de la demande de bijoux, en particulier en Inde et en Chine, les deux principaux marchés de la joaillerie. Les achats des banques centrales ont également chuté brutalement, se repliant de 59% par rapport aux 273 tonnes de 2019, le volume annuel le plus bas depuis 2010. Le reste du marché a mieux résisté. La demande de lingots et de pièces d'or a augmenté de 3% pour s'établir à 896 tonnes ; et les ETF liés à

l'or ont bénéficié d'afflux annuels record, correspondant à 877 tonnes d'achats. Nous anticipons une reprise de la demande d'or en 2021. A mesure que la pandémie recule, la demande de bijoux devrait commencer à se redresser. Et l'utilisation frénétique de la planche à billets par les banques centrales des économies avancées pourrait encourager une nouvelle diversification des réserves au profit de l'or par leurs homologues des marchés émergents. Enfin, les rendements réels des obligations américaines indexées sur l'inflation s'élèvent actuellement à -1,05%, près de plus-bas historiques. A ces niveaux, le coût d'opportunité de la détention d'actifs ne produisant pas de rendement, comme l'or, n'a plus aucune importance.

Pour résumer, les moteurs fondamentaux de l'or devraient faire grimper les prix en 2021.

#### Hedge funds

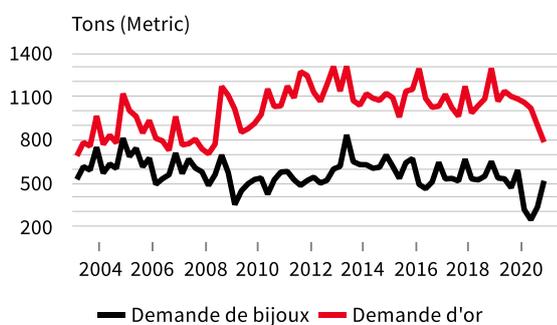
**Long/Short (L/S) Equity.** Dans le cadre d'une allocation Neutre aux fonds L/S Equity, nous continuons de préférer les gérants affichant un biais variable aux stratégies Market Neutral. Ces dernières pourraient être à la peine durant la reprise cyclique attendue cette année, à la lumière notamment de liquidations forcées de positions vendeuses très en vue (achats coordonnés d'actions qui ont été vendues à découvert, contraignant les gérants à les racheter à perte).

**Event Driven.** La performance des Merger Arbitrage a été solide ces derniers mois, grâce à des écarts de prix satisfaisants entre prédateur et proie. Par ailleurs, certains gérants ont pris des positions sur les SPAC (Special Purpose Acquisition Companies, qui facilitent les processus d'introduction en Bourse pour les entreprises privées), ce qui a contribué à doper les rendements.

**Fixed Income Arbitrage.** La faiblesse des taux et des rendements dans les économies avancées crée un contexte difficile pour les gérants L/S Credit, d'autant plus que la chasse au rendement a fait plonger les spreads de crédit vers des plus-bas historiques. Des techniques solides de gestion des risques et l'analyse crédit devraient offrir une protection en cas de baisse, mais il serait imprudent d'espérer augmenter les rendements grâce à des spreads encore plus faibles que ceux observés aujourd'hui.

**Global Macro / CTA.** Sur les six à neuf derniers mois, les prix des matières premières ont considérablement augmenté, permettant aux gérants de suivi de tendance (les CTA) d'enregistrer des rendements solides. Les fonds Discretionary Global Macro ont été fragilisés en janvier par leurs positions vendeuses sur le dollar, mais nous sommes convaincus que leur recentrage sur les actifs des marchés émergents finira par porter ses fruits.

La demande d'or diminue en 2020



Source : SGPB, Macrobond, World Gold Council, 2020 Q4

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 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 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.