

NOTRE POINT DE VUE

Mai 2021



En hausse ?

Situation macro-économique

De nombreuses enquêtes de confiance des chefs d'entreprise publiées récemment ont atteint des plus-hauts de plusieurs années (l'indice manufacturier de l'Institute of Supply Management, ISM, a atteint son plus haut niveau depuis 1983 en mars), la progression rapide de la vaccination ayant renforcé la confiance dans une reprise cyclique. Par ailleurs, les chiffres de la croissance en glissement annuel au deuxième trimestre (T2) indiqueront un rebond extrêmement fort par rapport au plus-bas atteint en pleine récession en 2020. Les liquidités sont abondantes et les dépenses budgétaires sont renforcées (le Président Biden a récemment lancé un programme de 1 800 Md\$ pour investir dans l'éducation et la famille, portant le montant total des plans depuis décembre pour de nouvelles dépenses dans les prochaines années à 36,5% du PIB). Malgré la récente flambée des infections au coronavirus à de nouveaux plus-hauts sous l'impulsion de l'Inde, nous continuons d'anticiper une reprise mondiale synchronisée d'ici à la fin de l'année.

Banques centrales

Des liquidités abondantes, des dépenses budgétaires somptuaires et l'explosion des prix des matières premières sont à l'origine d'une hausse des anticipations d'inflation, faisant redouter à de nombreux investisseurs un resserrement imminent de la politique monétaire. Même si la Banque du Canada a récemment commencé à réduire progressivement le rythme de ses achats d'actifs, nous ne prévoyons pas que la Réserve fédérale (Fed) ou la Banque centrale européenne (BCE) lui emboîtent le pas pour le moment. En effet, la BCE a annoncé récemment une « accélération significative » du rythme des achats d'actifs au T2 et la Fed n'envisage toujours pas de relever les taux avant fin 2023. Par ailleurs, aucune des deux banques ne prévoit que la hausse de l'inflation observée cette année s'installe durablement. Dans l'ensemble, la politique monétaire pourrait rester extrêmement favorable pendant de nombreux trimestres encore.

Marchés financiers

L'environnement macroéconomique devrait continuer d'encourager l'appétit pour le risque parmi les investisseurs. Les reprises cycliques ont tendance à favoriser les marchés actions, et les afflux de capitaux au profit des fonds d'actions à travers le monde ont été robustes (Bank of America calcule que les souscriptions au cours des cinq derniers mois ont été supérieures au montant total enregistré durant les douze années précédentes). Même si la hausse de l'inflation s'avère passagère, les rendements obligataires extrêmement faibles ne semblent pas durables et devraient repartir à la hausse, selon nous, tirant ainsi les prix des obligations vers le bas. La différence de rendement entre les obligations d'entreprise et les obligations d'Etat (le « spread ») reste mince, s'avérant peu attrayante pour les investisseurs. Nous restons haussiers sur l'euro face au dollar (les écarts de croissance devraient soutenir la monnaie unique au deuxième semestre).

Conclusion

Nous n'avons apporté aucun changement à notre allocation d'actifs ce mois-ci. L'environnement continue de favoriser les actions que nous continuons de Surpondérer, en nous concentrant sur ces marchés (comme l'Europe et le Japon) qui devraient bénéficier le plus de la reprise cyclique. Nous continuons également de recommander une combinaison de titres « value » (des actions attractives au regard de ratios tels que le ratio cours/actifs nets, le rendement de dividende et le ratio cours/bénéfices) et de secteurs de « croissance » en pleine expansion au sein des portefeuilles. Nous continuons de Sous-pondérer les marchés obligataires (en particulier les obligations d'Etat des économies avancées) tout en mettant l'accent sur l'attrait de certains émetteurs émergents, par exemple la Chine. Parmi les outils de diversification, nous sommes Neutres sur l'or et les hedge funds.

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

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Datastream le 29/04/2021

NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

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

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

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

ACTIONS

Etats-Unis	Nous restons Neutres sur les actions américaines, qui ont atteint de nouveaux plus-hauts historiques en avril, et mettons l'accent sur l'importance de se diversifier en privilégiant une combinaison équilibrée entre les valeurs de « croissance » et les titres « value ».
Zone euro (ZE)	Fin avril, les actions de la zone euro ont atteint leur plus haut niveau depuis début 2008, portées par un regain d'optimisme quant à une reprise post-pandémie. Nous continuons de Surpondérer la région.
Royaume-Uni	Le pays assouplit progressivement ses mesures de confinement, ce qui devrait doper la reprise cyclique et soutenir le sentiment des investisseurs. Nous restons Surpondérés.
Suisse	Le marché est dominé par des actions défensives de qualité, ce qui devrait offrir une protection contre une baisse éventuelle.
Japon	Le Japon est bien positionné pour tirer profit de la vigueur des échanges commerciaux et de la croissance dans la région Asie-Pacifique. Nous restons Surpondérés.
Pays émergents	Après avoir culminé à la mi-février, les actions émergentes ont effacé en partie leur surperformance au cours des douze derniers mois. Les marchés émergents semblent toutefois appelés à surperformer à long terme et nous continuons de Surpondérer

OBLIGATIONS

Souveraines	Les obligations d'Etat restent peu attrayantes, offrant des rendements négligeables ou négatifs aux investisseurs. Nous continuons de fortement Sous-pondérer.
Maturités*	Nous préférons toujours les obligations à court terme sur l'ensemble des marchés, moins sensibles à une hausse des taux.
Indexées sur l'inflation	L'inflation pourrait reculer après la hausse enregistrée au printemps. Nous sommes Neutres.
Entreprises	Les spreads se sont encore resserrés vers des plus-bas historiques. Nous continuons de Sous-pondérer.
Haut rendement	Les obligations à haut rendement restent proches de plus-bas historiques, et nous conservons une position Sous-pondérée.
Dette émergente (en € et en \$)	Nous continuons de recommander une position Neutre, avec un intérêt particulier pour les émetteurs asiatiques compte tenu de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques.

DEVISES

EUR/USD	Nous attendons une consolidation, mais le second semestre devrait être favorable à la zone euro alors qu'elle commence à rattraper son retard sur les Etats-Unis sur le front de la vaccination et de la croissance économique.
GBP/USD	La livre sterling s'est appréciée de 1% en avril grâce aux signes d'une forte reprise après la crise du coronavirus.
EUR/GBP	Les perturbations post-Brexit pourraient peser sur la livre sterling contre l'euro dans les prochains mois.
USD/JPY	Nous prévoyons que l'USD/JPY consolidera juste en deçà des niveaux actuels, mais nous entrevoyons une hausse de la volatilité sous l'effet de la fluctuation de la perception du risque.
EUR/CHF	Nous anticipons une forte reprise économique dans la zone euro au S2, ce qui devrait encore atténuer les pressions persistantes à la hausse exercées sur le franc.
Devises émergentes	Les taux américains étant appelés à augmenter progressivement, les devises émergentes devraient se stabiliser pour le moment.

ALTERNATIVES

Hedge funds	Nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.
Or	Nous entrevoyons une baisse des taux réels, ce qui devrait permettre au cours de l'or de consolider sa remontée par rapport aux plus-bas de mars.
Pétrole	La hausse de la demande pétrolière sur fond de réouverture des économies sera couverte par une augmentation de la production, assurant ainsi la stabilité des prix.

Source : SGPB, 30/04/2021

* 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

Le printemps est là

Un contexte macroéconomique robuste entretient la dynamique exceptionnelle des actifs risqués. De fait, une résurgence de la demande mondiale de marchandises coïncide avec une accélération de l'appétit pour les services, tandis que les mesures de confinement s'assouplissent et que les campagnes de vaccination se multiplient.

La dynamique amorcée durant un premier trimestre robuste s'est poursuivie au printemps, le mois d'avril ayant de nouveau été solide tant pour les indicateurs économiques mondiaux que pour les actifs risqués. Tandis que l'activité manufacturière a connu une sorte de renaissance depuis l'année dernière avec une explosion de la demande mondiale de biens physiques après la pandémie, la demande de services (l'essentiel de l'activité économique dans les économies avancées) semble également s'accélérer sous l'effet de l'assouplissement des mesures de confinement et de la multiplication des campagnes de vaccination.

Dans la zone euro, l'indice des directeurs d'achat (Purchasing Managers Index, PMI) pour les services a augmenté à 50,3 le mois dernier (le niveau de 50 marquant la frontière entre croissance et contraction, il s'agit du premier signal expansionniste observé depuis août 2020). En Chine, l'indice de confiance des consommateurs s'est amélioré à son plus haut niveau historique en février, porté par l'espoir d'une reprise post-pandémie. L'indice PMI des services s'est alors inscrit en hausse à 54,3. Le regain de confiance dans les services au Royaume-Uni et aux Etats-Unis est encore plus extraordinaire, chaque pays enregistrant des indices PMI supérieurs à 60 en avril. Ce n'est pas le fruit du hasard car les deux pays arrivent en tête des grandes économies mondiales en termes de vaccination, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ayant administré au moins une dose d'un vaccin contre le coronavirus à 50% et 42% de leurs populations respectives.

La reprise observée dans les services est un facteur essentiel derrière lequel se dessine une impulsion macroéconomique spectaculaire. En avril, le Fonds monétaire international (FMI) a revu à la hausse ses projections de croissance mondiale à 6% pour 2021 et à 4,4% en 2022. Cette croissance se traduit également par de solides bénéfices d'entreprise. Concernant les actions américaines,

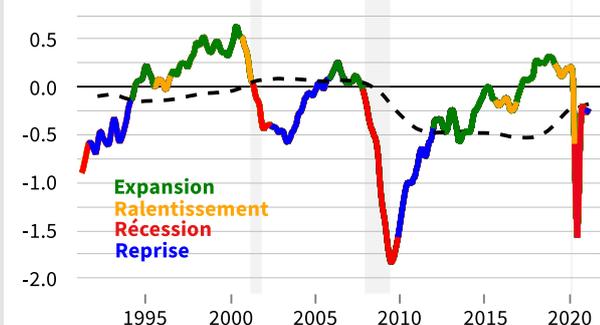
le taux de croissance des bénéfices pour cette année devrait s'élever à environ 27%, puis à 13% l'année prochaine ; les anticipations à 52 semaines en matière de chiffres d'affaires, de marges bénéficiaires et de bénéfices ont toutes atteint des plus-hauts historiques. La zone euro et le Royaume-Uni devraient également connaître des années record pour la croissance des bénéfices, à 38% et 55%, respectivement, mais par rapport à des plus-bas plus marqués.

Pour l'heure, ce contexte macroéconomique robuste entretient la dynamique exceptionnelle des actifs risqués. Certes, les valorisations de ces actifs sont historiquement élevées, ce qui constitue un motif d'inquiétude. Nous estimons toutefois pouvoir rester tolérants vis-à-vis des valorisations plus élevées compte tenu de ce qui reste un environnement de taux d'intérêt historiquement bas (les flux de trésorerie futurs ont plus de valeur lorsqu'ils sont actualisés à l'aide de taux plus bas, et les rendements actuels des titres obligataires recèlent relativement peu d'intérêt).

Nous sommes également conscients des dangers. Dans un contexte économique aussi solide, de nouvelles hausses des taux sont possibles, ce qui constitue l'un des principaux risques pour le marché haussier actuel et ses valorisations chères. Nous demeurons toutefois optimistes et estimons qu'il est peu vraisemblable que les taux montent en flèche pendant plusieurs mois, voire plusieurs années. Nous sommes en effet convaincus que les anticipations d'inflation devraient se stabiliser à des niveaux bas. Cette année devrait être marquée par une hausse des prix, alors que les économies rouvrent et que la demande contenue des consommateurs se libère, mais cette situation devrait s'avérer transitoire (les écarts entre la production réelle et la production potentielle sont encore vastes, le marché du travail s'est considérablement affaibli et on observe une sous-utilisation importante des capacités dans l'immobilier commercial).

Conclusion. Le climat des affaires étant à un plus-haut historique, il est peu probable que nous assistions à un regain d'euphorie, et nous nous attendons à ce que les enquêtes PMI s'inscrivent en baisse d'ici à la fin de l'année. Cependant, notre indicateur du cycle macroéconomique montre que nous sommes encore en territoire de reprise (voir graphique), généralement un environnement favorable aux actifs risqués. Malgré les craintes soulevées par des valorisations élevées et la confiance excessive des investisseurs, nous encourageons encore les investisseurs à adopter une position « favorable au risque » dans leur allocation d'actifs.

Notre indicateur du cycle macroéconomique montre que nous sommes de retour en territoire de reprise



Source : SGPB, Macrobond, 30/04/2021

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

Un attrait limité

L'environnement actuel, marqué par la relance des économies et la montée en flèche des émissions de dette pour financer les largesses budgétaires, brosse un contexte difficile pour les obligations. Nos convictions restent inchangées. Nous continuons de fortement Sous-pondérer les obligations d'Etat et de Sous-pondérer le « crédit ».

Taux

États-Unis. Après une hausse rapide de 0,51% en août dernier à 1,74% à fin mars, les rendements des bons du Trésor à 10 ans ont marqué une pause pour reprendre leur souffle, alors que les prix des obligations se sont redressés (les rendements évoluent en sens inverse des prix). Cette situation est liée à une hausse des anticipations d'inflation (les dépenses budgétaires sont massives et les prix des matières premières augmentent sensiblement) et à la dissipation des craintes liées à la pandémie, les investisseurs attendant avec impatience une réduction des mesures de confinement. Même si nous estimons que la hausse de l'inflation cette année sera transitoire (voir le Focus économique en page 5), nous entrevoyons une augmentation des rendements des bons du Trésor vers 2,0% au cours des douze prochains mois.

Zone euro. Les rendements des obligations d'Etat allemandes (Bunds) à 10 ans ont suivi une trajectoire ascendante similaire à celle des bons du Trésor américain, atteignant récemment les niveaux de fin 2019 à -0,20%. L'ampleur du mouvement a été plus modeste qu'aux Etats-Unis, dans la mesure où les facteurs déflationnistes sont plus fermement ancrés dans la zone euro qui reste enlisée dans la récession. Par ailleurs, la BCE a accéléré le rythme de son programme d'achat d'actifs à 24,9 Md€ par semaine depuis Pâques, contre une moyenne de 18,3 Md€ en février, contribuant ainsi à maintenir des rendements bas. Cependant, avec une reprise cyclique qui se profile au second semestre (S2), le rendement des Bunds devrait suivre celui des bons du Trésor à la hausse.

Royaume-Uni. Le rendement des obligations d'Etat à 10 ans (« gilts ») a également fortement augmenté par rapport aux plus-bas historiques d'août dernier de 0,08% à 0,85%. La confiance des investisseurs a été renforcée par la progression de la vaccination au Royaume-Uni, chef de file mondial, mais les anticipations d'inflation constituent également un facteur. Le point mort d'inflation à 10 ans (calculé en soustrayant les rendements des obligations indexées sur l'inflation de ceux des gilts à coupon fixe) est monté à 3,49%, pratiquement son plus haut niveau depuis 2008.

Crédit

Etats-Unis. Nous sommes passés à Sous-pondérer sur les obligations IG début janvier, estimant que les écarts de rendement serrés n'offraient qu'une protection limitée contre une hausse des rendements des bons du Trésor et c'est précisément ce qui s'est produit car le secteur a enregistré une performance négative depuis le début de l'année. A court terme, les spreads se sont encore resserrés à 96 pb, près des plus-bas historiques de 2018, et il n'y a pas lieu, selon nous, de revoir notre position. Les spreads HY à 294 pb sont proches des plus-bas antérieurs à l'effondrement de 2007 et présentent peu d'intérêt.

Zone euro. Les rendements des obligations IG en EUR ont légèrement augmenté, passant de -0,02% à la mi-décembre à 0,16%, et restent très peu attractifs, avec une inflation globale appelée à augmenter encore par rapport au niveau de 1,3% enregistré en mars. La baisse des prix sera amortie par une accélération des achats de la BCE, mais nous continuons de Sous-pondérer. Les obligations HY en EUR ont affiché une performance stable ces derniers mois dans le sillage du rebond des actions de la zone euro. Les rendements demeurent toutefois proches des plus-bas historiques et nous maintenons notre position Sous-pondérée.

Royaume-Uni. Les spreads IG par rapport aux gilts sont de retour aux plus-bas historiques, à l'instar de ceux des obligations spéculatives, s'avérant peu attractifs pour les investisseurs en quête de revenus. Le contexte macroéconomique reste favorable, mais des spreads aussi serrés n'offriront qu'une protection limitée si les conditions se détériorent, par exemple si l'inflation devait s'inscrire en nette hausse. Nous continuons de Sous-pondérer.

Marchés émergents.

Malgré la hausse des taux américains, les obligations d'Etat émergentes en USD semblent toujours attractives, générant des rendements d'environ 4,5%. Notre région favorite est l'Asie où la qualité de crédit est généralement plus élevée et où le contexte macroéconomique reste favorable. Parmi les obligations libellées en devises locales, nous mettons en lumière l'attrait des obligations d'Etat chinoises, dont les rendements se sont stabilisés cette année autour de 3,2% et qui offrent des gains de change potentiels.

Les rendements du 10 ans US marquent une pause



Source : SGPB, Macrobond, U.S. Department of Treasury, 29/04/2021

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

Une tendance haussière intacte

Les afflux de capitaux au profit des marchés actions mondiaux ont été particulièrement soutenus depuis les annonces de vaccin faites en novembre, poussant de nombreux indices à des plus-hauts historiques. Les comparaisons en glissement annuel (en g.a.) de la croissance des bénéfiques et du PIB culmineront au T2. Les investisseurs devraient opérer une rotation de leurs portefeuilles au profit d'une combinaison équilibrée entre les valeurs « Growth » et les titres « Value ».

US. Avec la baisse des rendements des bons du Trésor américain en avril, les actions ont fortement rebondi pour atteindre de nouveaux sommets historiques. L'augmentation des rendements constitue un risque majeur pour les valorisations boursières (un taux d'actualisation plus élevé réduit la valeur actuelle nettes des futurs flux de trésorerie). L'optimisme a également été renforcé par la vigueur des bénéfiques d'entreprise au T1. Plus de la moitié des sociétés membres du S&P 500 ont publié des bénéfiques en hausse de 52% en g.a., dépassant de 24% les prévisions du consensus.

Les valorisations sont toutefois élevées (le ratio cours/flux de trésorerie est actuellement supérieur de 49% à sa moyenne observée sur les dix dernières années) et les signes d'un optimisme débordant se multiplient. Nous continuons d'encourager les investisseurs à équilibrer leurs portefeuilles entre les valeurs de « croissance » (qui concentrent une bonne partie de la surévaluation) et les titres « value » dans des secteurs plus sensibles aux cycles comme la consommation cyclique, les matériaux ou l'énergie. A court terme, nous estimons que les investisseurs procéderont à une rotation de leurs portefeuilles en se détournant des Etats-Unis pour se diversifier au profit des marchés à la traîne comme l'Europe et le Japon. C'est pourquoi nous restons Neutres.

Zone euro. Fin avril, les actions de la zone euro ont atteint leur plus haut niveau depuis début 2008, portées par un regain d'optimisme quant à une reprise post-pandémie. Les programmes de vaccination se sont accélérés le mois dernier, contribuant à faire baisser les taux des nouvelles infections et les gouvernements ont commencé à annoncer des feuilles de route en vue d'un assouplissement des mesures de confinement. Nous anticipons une reprise mondiale synchronisée au S2, les économies qui ont subi de graves récessions (comme la zone euro) surperformant celles où ce fut moins prononcé (par exemple les Etats-Unis).

Par ailleurs, la répartition sectorielle entre les marchés de la zone euro favorise les titres « value » plus sensibles aux cycles. Le

consensus des analystes table donc sur une nette accélération de la croissance des bénéfiques dans la zone euro cette année à 38,4%, dépassant la croissance de 26,9% anticipée pour les actions américaines. Les valorisations ne paraissent plus très basses, mais l'indice paie un rendement de dividende estimé à 2,7%, une source de revenus attrayante en comparaison des obligations d'entreprise de qualité qui produisent un rendement de seulement 0,16%. Nous restons Surpondérés.

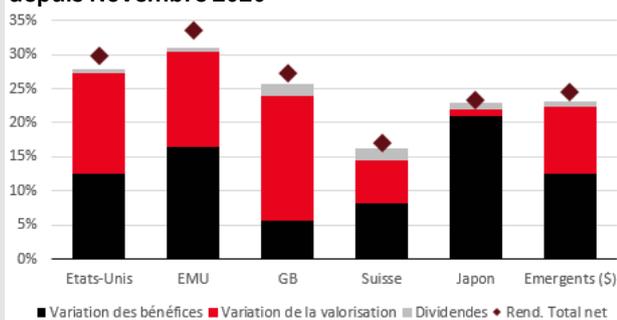
Royaume-Uni. Nous continuons de Surpondérer les actions britanniques. La croissance des bénéfiques cette année dépassera celle de la plupart des autres marchés développés (le consensus table sur une hausse de +54,5% en g.a.) et le Royaume-Uni est le marché le plus attrayant dans notre univers de couverture. Il se traite avec une décote de 6% pour le ratio cours/flux de trésorerie par rapport à sa moyenne sur les dix dernières années et paie un rendement de dividende de 4%. Plus de la moitié de la population ayant reçu au moins une injection de vaccin, le pays assouplit progressivement les mesures de restriction, ce qui devrait doper la reprise cyclique et soutenir le sentiment des investisseurs.

Suisse. Les actions suisses ont donné la preuve de leur résistance durant la crise de la COVID-19, alors que les investisseurs cherchaient à s'exposer à des valeurs défensives de qualité. Depuis l'annonce d'essais probants de vaccins début novembre, cependant, les actions suisses ont sous-performé des marchés plus sensibles aux cycles ailleurs en Europe. Les fondamentaux demeurent solides (les marges bénéficiaires nettes ont récemment atteint de nouveaux plus-hauts), ce qui devrait offrir une protection contre une baisse éventuelle.

Japon. Après avoir suivi de près les marchés actions mondiaux depuis fin 2019, les actions japonaises ont sous-performé en avril, sans catalyseur réel autre que l'appréciation modeste du JPY face au dollar et la réintroduction des restrictions. Les analystes ont continué à revoir à la hausse leurs prévisions de bénéfiques (+5,7% sur les trois derniers mois), tandis que les valorisations restent relativement attrayantes. Le Japon est bien positionné pour tirer profit de la vigueur des échanges commerciaux et de la croissance dans la région Asie-Pacifique, et nous restons Surpondérés.

Marchés émergents. Après avoir culminé à la mi-février, les actions émergentes ont effacé en partie leur surperformance au cours des douze derniers mois. Nous restons toutefois positifs. Le Fonds monétaire international a récemment revu à la hausse ses estimations pour la croissance du PIB 2021 à 6,7%. Les analystes continuent de réviser leurs anticipations de bénéfiques à la hausse, en particulier en Amérique latine et en Europe de l'Est (+13,9% et +13,4%, respectivement, sur les trois derniers mois). Et les valorisations restent raisonnables à 14,7x les bénéfiques à 12 mois. Les marchés émergents semblent appelés à surperformer à long terme et nous continuons de Surpondérer.

Décomposition de la performance (en devises locales) depuis Novembre 2020



Source : SGPB, Macrobond, MSCI, 29/04/2021

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

Les devises influencées par les écarts de croissance

Avec la baisse des rendements des bons du Trésor américain, le dollar a suivi le mouvement, permettant aux devises des marchés développés et émergents de regagner du terrain. Nous anticipons une reprise cyclique synchronisée au S2, fortement susceptible d'entraîner un nouvel accès de faiblesse du dollar.

Indice dollar. Après une chute brutale l'année dernière, le dollar en termes pondérés des échanges commerciaux s'est ressaisi, s'inscrivant en hausse d'environ 1% depuis le début de l'année. Cependant, le mois d'avril a de nouveau été marqué par un mouvement de vente massif, avec l'apparition des craintes d'une dépréciation du dollar face aux mesures de relance massives déployées aux Etats-Unis. Collectivement, les plans de dépenses du Président Biden correspondent à environ 27% du PIB, ce qui fait grimper les anticipations d'inflation qui, à leur tour, font reculer les rendements réels des bons du Trésor américain à 10 ans à environ -0,80%.

EUR/USD. En avril, l'euro s'est fortement apprécié. De fait, la monnaie unique a augmenté de plus de 3% de 1,17 \$ à 1,21 \$, franchissant la barre psychologique des 1,20 \$ et effaçant une grande partie des pertes subies depuis le début de l'année. Mais la zone euro n'est pas encore au bout de ses peines. Le PIB s'est contracté de 0,6% au cours du premier trimestre, loin derrière les Etats-Unis où le PIB a progressé de 1,6%. Pour l'heure, nous attendons une consolidation, mais le second semestre devrait être favorable à la zone euro alors qu'elle commence à rattraper son retard sur les Etats-Unis sur le front de la vaccination et de la croissance économique.

GBP/USD. Le Royaume-Uni montre des signes de forte reprise après la crise du coronavirus. L'indice composite des directeurs d'achat (Purchasing Managers Index, PMI) a augmenté de 56,4 en mars à 60 en avril, son plus haut niveau depuis novembre 2013. Par ailleurs, avec une diminution des restrictions de déplacement et d'interaction sociale, les ventes au détail en Grande-Bretagne ont augmenté de 5,4% en mars en comparaison du mois de février, sensiblement au-dessus des 1,5% attendus. La livre sterling s'est appréciée de 1% en avril, mais la GBP/USD peine à dépasser le niveau de 1,40 pour le moment.

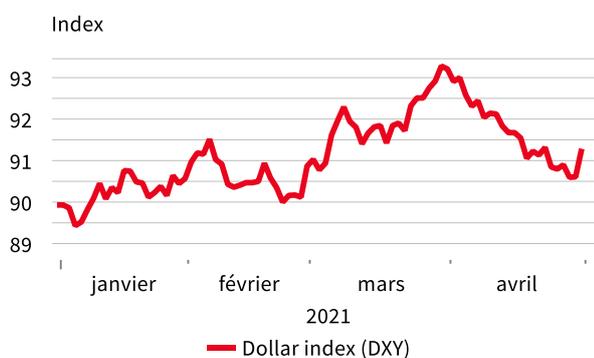
USD/JPY. L'USD/JPY s'est repliée vers 109 depuis les niveaux surachetés de fin mars autour de 111 après avoir rapidement rebondi au T1 sur le niveau de 103 atteint début janvier. Cependant, les anticipations relatives aux dépenses budgétaires américaines et à la relance ont creusé les écarts de rendement entre les bons du Trésor et les obligations d'Etat japonaises, et pour cette raison, le dollar devrait continuer de bien performer. A court terme, nous prévoyons que l'USD/JPY consolidera juste en deçà des niveaux actuels, mais nous entrevoyons une hausse de la volatilité sous l'effet de la fluctuation de la perception du risque.

EUR/CHF. Comme prévu, le taux de change EUR/CHF a continué de consolider dans une fourchette très étroite entre 1,10 et 1,11 après s'être envolé de 1,08 à 1,11 en février. Avec la remontée de l'euro face au billet vert ces derniers mois, la Banque nationale suisse a pu réduire ses interventions sur le marché des changes pour le moment. Nous prévoyons une forte reprise économique dans la zone euro au S2, ce qui devrait encore atténuer les pressions persistantes à la hausse exercées sur le franc.

Marchés émergents. Avec la baisse du rendement des bons du Trésor américain en avril, l'indice JP Morgan des devises émergentes a regagné en grande partie le terrain perdu en mars (puisque de nombreuses nations émergentes empruntent en dollars, les traders redoutent des périodes de hausse des taux et de vigueur du dollar). Les fondamentaux demeurent mitigés (le président turc a récemment limogé son gouverneur de la banque centrale, qui avait tenté de relever les taux pour soutenir la devise et limiter l'inflation, tandis que le Brésil, le Mexique, l'Indonésie et l'Inde ont tous bénéficié d'une nette amélioration de leur balance courante durant la pandémie). Les taux américains étant appelés à augmenter progressivement, les devises émergentes devraient se stabiliser pour le moment.

USD/CNY. L'activité économique en Chine s'est redressée après les mesures de confinement draconiennes mises en place 2020 (la croissance en g.a. a atteint 18,3% au T1, tandis que l'excédent commercial continue de croître) et les autorités ont commencé à revenir sur certaines mesures d'assouplissement monétaire de l'année dernière. Cette situation contraste vivement avec la prodigalité budgétaire de Washington ainsi qu'avec les déficits commerciaux et courants chroniques. Les obligations d'Etat chinoises offrent encore une prime solide par rapport aux bons du Trésor américain et il n'est pas surprenant que le CNY semble repartir à la hausse face au dollar.

Le dollar US a chuté face aux principales devises



Source : SGPB, Macrobond, ICE, 29/04/2021

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

Hausse de la demande d'or dans la joaillerie

La hausse de la demande pétrolière sur fond de réouverture des économies sera couverte par une augmentation de la production, assurant ainsi la stabilité des prix. Le cours de l'or devrait se stabiliser dès que les taux réels retomberont. Dans les hedge funds, nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.

Matières premières

Pétrole. Lors de leur réunion de fin mars, l'OPEP et ses alliés (OPEP+) ont décidé de commencer à augmenter progressivement leur production, de 350 000 barils par jour (b/j) en mai, puis de 350 000 b/j en juin et enfin de plus de 440 000 b/j en juillet. Le cartel et la Russie estiment que la demande devrait continuer de se redresser progressivement. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont fait des progrès rapides dans la vaccination de leurs populations et ont assoupli les restrictions de voyage, contribuant à améliorer les mesures de mobilité et à stimuler la soif de pétrole.

Malgré la remontée des prix pétroliers (en hausse de 32% depuis le début de l'année), l'augmentation du nombre des plateformes pétrolières américaines a été lente depuis les plus-bas de l'été dernier. Il faut du temps et des capitaux pour développer de nouvelles plateformes et les chiffres restent inférieurs d'environ 50% aux niveaux antérieurs à la pandémie. Par conséquent, la production américaine demeure inférieure de 2 mb/j aux niveaux d'avant-crise, ce qui a probablement conforté l'OPEP+ dans sa volonté d'augmenter la production (les principaux acteurs comme l'Arabie saoudite hésitent à laisser les prix augmenter trop fortement de peur d'encourager un nouvel essor du pétrole de schiste américain).

Nous estimons néanmoins que la production américaine augmentera progressivement dorénavant, parallèlement à d'autres hausses de l'OPEP+, ce qui permettra de satisfaire la demande post-pandémie. Dans l'ensemble, le prix du baril de Brent devrait continuer de se négocier entre 60 \$ et 70 \$ dans les prochains mois.

L'Or. La reprise des achats d'or des banques centrales s'est poursuivie au T1, en hausse de 20% à 95 tonnes. Cependant, les achats restent sensiblement inférieurs au niveau record de 250 tonnes atteint au T3 2018. La baisse de -10% du cours de l'or au T1 a déclenché d'importantes sorties de capitaux des ETF liés à l'or (-178 tonnes). Le cours de l'or a été sous pression, alors que les taux réels (c'est-à-dire après inflation) ont augmenté progressivement au cours du trimestre.

D'autre part, la demande de lingots et de pièces d'or a été stimulée par la baisse des prix et les investisseurs ont accumulé un volume total de 340 tonnes au cours du trimestre, nettement supérieur à la moyenne trimestrielle sur cinq ans de 249 tonnes. La demande de bijoux a également continué de se redresser après le marasme de l'année dernière, s'inscrivant en hausse de 52% en g.a. à 477 tonnes. L'amélioration a été particulièrement notable en Chine (où la demande a atteint 191 tonnes, soit le plus gros volume trimestriel depuis 2015) et en Inde, grâce à une baisse des droits d'importation.

A court terme, nous entrevoyons une baisse des taux réels (les rendements à 10 ans devraient continuer d'augmenter, mais l'inflation pourrait croître plus rapidement au printemps et en été), ce qui devrait permettre au cours de l'or de consolider sa remontée par rapport aux plus-bas de mars.

Hedge funds

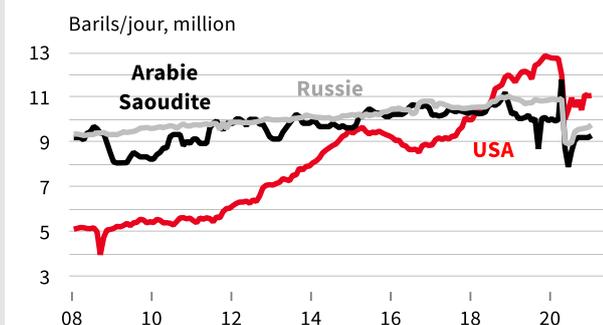
Long/Short (L/S) Equity. Notre allocation Neutre est partagée entre une position Surpondérée sur les gérants plus directionnels et une position Sous-pondérée sur les fonds Market Neutral, qui couvrent la plupart des expositions aux fluctuations du marché. Les premiers devraient bénéficier du marché haussier des actions mondiales, tandis que les derniers sont confrontés à des rotations rapides entre les secteurs et les facteurs de style, même si leur préférence pour les titres « value » pourrait s'avérer utile.

Event Driven. L'environnement reste favorable. 2021 a été une année record jusqu'à présent sur le front des fusions-acquisitions, tandis que les gérants Merger Arbitrage ont également bien performé concernant les SPAC (Special Purpose Acquisition Companies, des actions nouvellement cotées en Bourse qui cherchent à fusionner avec des entreprises privées prometteuses). Les fonds Special Situations restent également attrayants (leurs positions idiosyncratiques sont souvent difficiles à couvrir, créant une sensibilité à la hausse des marchés actions).

Fixed Income Arbitrage. Les opportunités concernant les fonds L/S Credit sont limitées par la hausse des rendements des bons du Trésor et le soutien apporté par les fondamentaux à des spreads de crédit historiquement serrés. Le potentiel de resserrement des spreads est désormais limité en USD ou en EUR, mais des liquidités abondantes et une reprise cyclique devraient empêcher un fort élargissement dans les prochains mois.

Global Macro / CTA. Les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA) ont pris des positions pour profiter de la dynamique solide des matières premières et des actions, qui devraient continuer de déterminer la performance, mais sont faiblement exposés aux taux ou aux devises. Parmi les gérants Global Macro, nous continuons de préférer les traders Discretionary aux fonds systématiques, car ils ont une plus grande capacité à tirer un avantage tactique des nouvelles opportunités.

La production de pétrole commence à augmenter



Source : SGPB, Macrobond, EIA, 03/2021

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

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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

Objet du document

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

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

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

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

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

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

Conflit d'Intérêts

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

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

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

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

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

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

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

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

Avertissement d'ordre général

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avertissements spécifiques par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et sous le contrôle de l'*Autorité des Marchés Financiers* (« AMF »). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 066 714 36,50EUR au 1^{er} 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. 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.

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. 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^{ème} 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.privatebanking.societegenerale.com>.

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

Societe Generale

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

Registered under Paris RCS N°552 120 222

Societe Generale Private Banking

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

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



With Ecofolio, all paper should be recycled

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