

NOTRE POINT DE VUE

Juin 2020



Des lueurs de reprise

Situation macro-économique

Au cours du mois dernier, de plus en plus de gouvernements ont commencé à assouplir les restrictions de confinement, encouragés sans aucun doute par l'absence à ce jour d'une seconde vague d'infections au CoViD-19. Ils resteront toutefois vigilants (le pic des cas actifs n'a pas encore été atteint) et certaines restrictions d'activité pourraient être maintenues. La confiance des entreprises a commencé à se stabiliser, les niveaux d'activité ayant cessé de s'effondrer. La production reste toutefois faible et les niveaux de chômage continuent d'augmenter rapidement, laissant entrevoir une reprise progressive. Au vu de ces facteurs, les plans d'aide fiscale et budgétaire demeureront nécessaires, l'attention se détournant des mesures de soutien apportées aux entreprises et aux particuliers pour se porter sur des mesures visant à encourager la reprise au moyen d'investissements dans des domaines comme l'énergie verte ou les infrastructures.

Banques centrales

La récente décision de la Cour constitutionnelle allemande sur les achats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE) ne semble pas avoir affaibli la volonté de la BCE de poursuivre ses programmes. En effet, les récentes déclarations de dirigeants politiques laissent entendre que la taille du programme d'achat d'urgence pandémique pourrait être augmentée lors de la prochaine réunion. De la même manière, la Réserve fédérale américaine (Fed) semble toujours aussi déterminée à poursuivre ses différents programmes d'aide, même si ses achats d'actifs pourraient ralentir après le rythme vertigineux observé récemment (ses avoirs ont augmenté de 63% depuis la mi-février). En outre, les banques centrales du monde émergent se sont employées à réduire les taux depuis le début de l'année, malgré la faiblesse marquée des devises.

Marchés financiers

Avec une montée en flèche des déficits publics à travers le monde, les achats d'actifs des banques centrales seront déterminants pour maintenir les rendements des obligations d'Etat à des niveaux gérables. Par ailleurs, le soutien apporté aux marchés des obligations d'entreprise devrait permettre de maintenir les écarts de rendement par rapport aux obligations d'Etat (« spreads ») à des niveaux relativement bas, en particulier pour les émetteurs de meilleure qualité. Cette situation crée un contexte favorable aux actions mondiales, compte tenu notamment de l'assouplissement progressif des mesures de confinement grâce à la poursuite du ralentissement de la pandémie de coronavirus et à l'étendue des programmes d'aide publique. Dans l'ensemble, une position plus neutre en termes d'allocation d'actifs est désormais possible.

Conclusion

Nous suggérons de passer à Neutre sur les actions, mais de continuer de sous-pondérer les obligations d'Etat (la faiblesse des niveaux de rendement observés aujourd'hui diminue leur potentiel de rendement et leur utilité en matière de diversification de portefeuille). Nous continuons de préférer les obligations à haut rendement (High Yield, HY) libellées en euro à celles émises en dollars compte tenu de leurs bilans généralement plus robustes. Au sein des marchés actions, le Royaume-Uni pourrait continuer de sous-performer puisqu'il est de plus en plus à craindre que le Brexit ait lieu sans qu'un accord commercial favorable ait été conclu avec l'UE. Parmi les marchés émergents, nous continuons de préférer l'Asie à d'autres régions où la pandémie continue de se propager. Les prix pétroliers se sont légèrement redressés par rapport au choc de fin avril, tandis que l'or continue de bénéficier des flux vers les valeurs refuges face à la hausse soutenue de la masse monétaire.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CAO9/S1/2020

NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

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

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

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

ACTIONS

Etats-Unis	Pour l'heure, l'étendue de la récession actuelle, les plus-hauts depuis plusieurs décennies des chiffres du chômage et les importantes révisions à la baisse des estimations de bénéfices pour 2020 et 2021 influent peu sur les marchés. Nous sommes Neutres.
Europe	Le ralentissement encourageant de la propagation des nouvelles infections au coronavirus a permis aux gouvernements dans la région de commencer à assouplir les restrictions. Nous passons de Sous-pondérer à Neutre.
Zone euro (ZE)	Compte tenu du contexte actuel, nous suggérons de relever l'exposition à Neutre.
Royaume-Uni	Le pays a été frappé plus durement par la pandémie, et les restrictions de confinement seront levées plus tardivement que dans de nombreuses économies d'Europe continentale. Nous restons Sous-pondérés.
Suisse	Les grandes entreprises suisses de qualité devraient rester très recherchées, laissant entrevoir une résistance durable pour l'heure.
Japon	L'ampleur de l'aide devrait atténuer les effets négatifs sur le PIB et permettre aux actions japonaises d'enregistrer une performance conforme à celles des indices mondiaux. Nous suggérons un relèvement du positionnement à Neutre.
Pays émergents	D'après les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI), les marchés émergents devraient subir une contraction de leur PIB de 1% cette année. Nous restons Neutres.

OBLIGATIONS

Souveraines	Même si les programmes d'assouplissement des banques centrales devraient continuer de tirer les rendements vers le bas, les obligations d'Etat ne sont guère attractives.
Maturités*	Nous préférons les obligations à court terme en Europe et aux Etats-Unis.
Indexées sur l'inflation	Nous Sous-pondérons les obligations indexées sur l'inflation, alors que les risques de hausse de l'inflation devraient être contenus par les sombres perspectives de croissance.
Entreprises	Même si les marchés restent sereins vis-à-vis du risque lié aux obligations d'entreprise, le contexte macroéconomique n'est pas favorable. Nous restons Neutres.
Haut rendement	De nombreux émetteurs américains affichent des bilans vulnérables, impliquant une hausse des risques de défaut. Les obligations à haut rendement libellées en euro sont moins risquées.
Dettes émergentes	Un risque baissier pèse encore sur la croissance, et la faiblesse des prix pétroliers pénalise les pays producteurs. Nous restons Sous-pondérés.

DEVICES

EUR/USD	Dans l'attente de la création du fonds de relance proposé par la Commission européenne, l'euro restera vraisemblablement survendu et bon marché.
GBP/USD	Nous anticipons une consolidation à court terme. Une appréciation de la GBP devra attendre que la situation s'améliore sur le front du virus et du Brexit.
EUR/GBP	Les plans de relance mis en œuvre par les gouvernements de part et d'autre de la Manche feront grimper les déficits budgétaires. Aucune fluctuation majeure n'est attendue à court terme.
USD/JPY	Les anticipations relatives à la croissance économique du Japon sont meilleures que celles d'autres économies avancées. Cependant, nous ne pensons pas observer désormais une importante fluctuation à la hausse ou à la baisse.
EUR/CHF	Le franc ne devrait pas s'affaiblir durablement face à l'euro pour l'heure, et nous restons Neutres.
Devises émergentes	De nombreuses banques centrales émergentes ont réduit les taux pour tenter de soutenir les économies nationales, mais en faisant peser de nouvelles pressions baissières sur leurs devises. Nous restons prudents et suggérons une position Neutre.

ALTERNATIVES

Hedge funds	Les hedge funds sont un bon outil de diversification, dont les performances ne dépendent pas uniquement de la hausse des marchés. Nous sommes Surpondérés.
Or	Le cours de l'or continue de s'inscrire en hausse sous l'effet d'une demande soutenue des investisseurs et des banques centrales.
Pétrole	Les prix pétroliers se sont redressés après la situation catastrophique d'avril et devraient se négocier près des niveaux actuels pour le moment. Nous passons de Fortement Sous-pondérer à Sous-pondérer.

Source : SGPB, 29/05/2020

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

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

FOCUS ECONOMIQUE

Des lueurs de reprise

Les dernières données économiques restent désastreuses par rapport aux normes pré-CoViD19. Néanmoins, d'après certaines données clés, le rythme de détérioration semble s'atténuer. Notre scénario de base reste relativement optimiste, mais nous reconnaissons que la reprise sera très graduelle, ce qui permettrait aux actifs à risque de poursuivre leur reprise inégale.

Les derniers indicateurs économiques restent désastreux au regard des normes antérieures au CoViD19 : les chiffres des inscriptions au chômage aux Etats-Unis ont indiqué une avalanche de 38 millions de licenciements en neuf semaines ; les chiffres préliminaires de l'indice des directeurs d'achat (PMI) composite de la zone euro se sont élevés à 30,5 en mai, indiquant une forte contraction (le niveau de 50 marque la frontière entre expansion et contraction) ; et les ventes au détail britanniques se sont repliées de 18,4% en glissement annuel en avril.

Néanmoins, d'après certains indicateurs clés, le rythme de détérioration marque le pas. Si les licenciements américains continuent d'augmenter, ils le font toutefois à un rythme beaucoup moins soutenu. En effet, le nombre d'Américains ayant déposé une demande d'allocation chômage a reculé à 2,4 millions sur la semaine se terminant le 16 mai, après un plus-haut hebdomadaire de 6,9 millions il y a deux mois. L'indice PMI du secteur manufacturier de la zone euro est ressorti à 39,5 points, un niveau plus élevé qu'attendu et en hausse après 33,4 en avril, tandis que l'indice des services a augmenté à 28,7, en progression par rapport au chiffre apocalyptique de 12,0. Au Royaume-Uni, les chiffres des indices PMI laissent également entendre que nous sommes entrés en convalescence : l'indice du secteur manufacturier a atteint 40,6, après 32,6 précédemment et l'indice des services s'est hissé à 27,8, après 13,4 en avril.

Dans un scénario optimiste, si les restrictions sont assouplies rapidement sans deuxième vague d'infections, les indicateurs économiques pourraient bien connaître une amélioration durable. D'autre part, dans le scénario le plus défavorable, une prolongation des mesures de confinement pourrait s'avérer nécessaire et les données économiques pourraient s'inscrire en baisse de nouveau. Notre scénario central reste relativement optimiste, mais nous reconnaissons que la reprise sera un processus de longue haleine. Nous sommes encouragés par la stabilisation des taux de

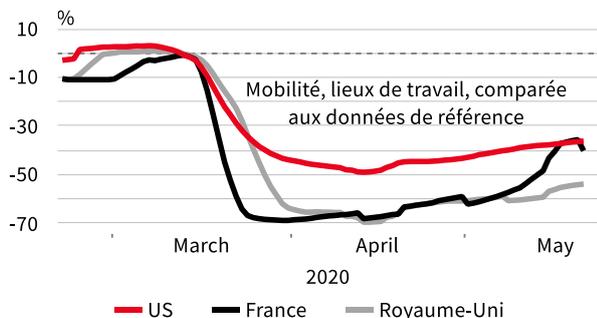
transmission du virus dans les précédents épicycles d'Asie, d'Europe et d'Amérique du Nord où les hausses quotidiennes des cas confirmés ont reculé à 1% ou en deçà. Par ailleurs, on observe une amélioration timide des indicateurs à haute fréquence. Par exemple, les demandes de prêts hypothécaires sont reparties à la hausse aux Etats-Unis ; l'indice de trafic de Londres Tom-Tom indique une légère augmentation ; et le rapport sur la mobilité de Google pour les déplacements vers les lieux de travail et les magasins en France a fait état d'une accélération.

Nous devons toutefois reconnaître que même un scénario optimiste de sortie du confinement n'impliquerait pas une reprise en « V ». Les dommages économiques sont considérables, notamment en ce qui concerne l'emploi. Le nombre des demandeurs d'emploi américains, qui mesure le nombre de personnes percevant l'allocation chômage, a franchi la barre des 25 millions sur la semaine se terminant le 9 mai. Une grande majorité des entreprises britanniques interrogées pour les indices PMI en mai ont déclaré supprimer des emplois. Et en France, plus de 13 millions de travailleurs bénéficient d'une prise en charge de leurs salaires par le gouvernement, soit environ 45% de la population active totale.

Certains analystes ont fait valoir que (puisque cette récession est essentiellement liée aux services, la première de l'histoire) le chômage pourrait en grande partie s'inverser rapidement. Il y a de bonnes raisons toutefois de ne pas accorder trop de crédit à cette théorie. D'une part, jusqu'à ce qu'un vaccin soit approuvé et disponible à grande échelle, la prudence sociale reste de mise. Cette situation implique des pressions baissières durables sur la demande des consommateurs (moins de tables dans les restaurants, moins de passagers dans les avions, etc.), ce qui signifie que de nombreux emplois ont disparu et qu'ils n'ont pas simplement été « mis en suspens ». Par ailleurs, à en juger par les répercussions de la Grande dépression, l'indicateur historique le plus proche dont nous disposons pour la montée en flèche aujourd'hui des niveaux de chômage, la consommation cyclique subira une baisse généralisée. La hausse des taux d'épargne l'indique déjà.

Conclusion. Dans la mesure où l'Europe et l'Amérique du Nord commencent à assouplir les restrictions de confinement, l'activité économique pourrait s'inscrire en hausse par rapport aux niveaux faibles d'aujourd'hui. Nous estimons que la reprise sera régulière, mais lente. Bien évidemment, de nombreux facteurs pourraient changer tant positivement (une disponibilité du vaccin plus rapide qu'attendu) que négativement (une deuxième vague de mesures de confinement). Pour l'heure, notre optimisme prudent vis-à-vis des perspectives laisse entendre que la reprise inégale des actifs risqués pourrait se poursuivre.

Les populations retournent progressivement au travail



Source : SGPB, Macrobond, Google, 29/05/2020

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

TAUX

Redoubler de prudence

Il ne faut pas s'attendre à ce que la Fed imite la BCE en abaissant les taux en territoire négatif. Les marchés restent détendus vis-à-vis du risque lié aux obligations d'entreprise, comme en atteste la baisse des spreads dans un environnement économique défavorable à de nombreux émetteurs présentant des bilans vulnérables. Nous préférons le crédit de meilleure qualité et suggérons d'éviter les obligations les moins bien notées au sein du segment du haut rendement (HY).

Taux

États-Unis. Les rendements à deux et cinq ans ont touché de nouveaux plus-bas en mai, à 0,14% et 0,30%, respectivement. C'est une conséquence de la baisse des taux de la Fed à zéro et des attentes du marché qui prévoit que ce niveau sera maintenu. Par ailleurs, les contrats à terme sur les taux d'intérêt ont commencé à anticiper une baisse des taux en territoire négatif par la Fed. Cependant, son président, Jerome Powell a exclu cette possibilité. Le compte rendu de la dernière réunion de politique monétaire montre plutôt que les participants ont envisagé de renforcer leur communication, par exemple au moyen d'un objectif mensuel pour les achats d'actifs. De fait, nous prévoyons une poursuite des achats, permettant de maintenir des taux bas dans les trimestres à venir.

Zone euro. Avec une chute de la croissance et une inflation modérée loin de son objectif, le contexte de taux bas persistera, apportant un soutien essentiel au travers d'un financement bon marché. La récente décision de la Cour constitutionnelle allemande sur la proportionnalité des achats d'actifs de la BCE a soulevé un certain nombre de questions juridiques et constitutionnelles, mais ne devrait pas empêcher la banque centrale de poursuivre ses programmes. Elle a toutefois servi à mettre en exergue la dépendance excessive de la zone euro à sa banque centrale. A cet égard, un accord sur le nouveau fonds de relance européen sera crucial. L'ajout d'une aide fiscale de l'UE à une politique monétaire vigoureuse soutiendra les rendements dans des pays affaiblis, frappés le plus durement par la pandémie et confrontés à des hausses significatives des niveaux d'endettement.

Royaume-Uni. Les taux britanniques ont encore baissé face aux spéculations d'une possible réduction des taux en territoire négatif par la Banque d'Angleterre (BoE). Si cette possibilité n'a pas été exclue, elle semble peu vraisemblable pour l'heure, compte tenu des

récentes déclarations des autorités. Nous prévoyons plutôt que la BoE préférera recourir à de nouvelles hausses des achats d'actifs.

Crédit

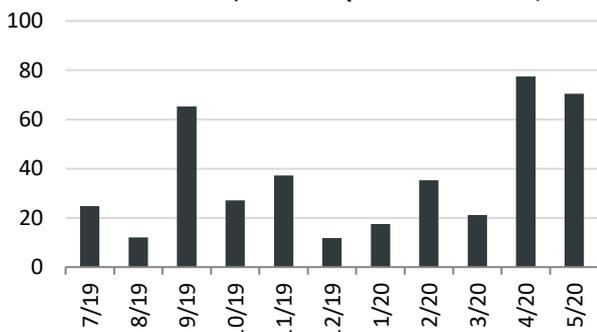
Etats-Unis. Le volume significatif des émissions Investment Grade (IG) a été bien absorbé par les investisseurs ces deux derniers mois, avec une légère baisse des spreads en mai. Sur le segment du haut rendement (HY), les émissions ont augmenté depuis la mi-avril, après une quasi-inactivité en mars, les spreads s'inscrivant en baisse également. Même si les marchés ne s'inquiètent pas des mauvaises nouvelles économiques, les perspectives restent sombres, en particulier pour les segments les plus faibles du secteur privé. Les entreprises les plus vulnérables sont confrontées à des contraintes de liquidités grandissantes qui conduira vraisemblablement à une augmentation des défauts. Cette issue n'est pas totalement intégrée dans les spreads actuels des obligations HY et nous restons prudents.

Zone euro. Avec un effondrement des revenus, la période de publication des résultats du T1 a commencé à mettre en exergue les difficultés rencontrées par les entreprises face à la crise. Cependant, malgré ce contexte, les spreads des obligations IG ont continué à baisser en mai. La BCE apportant un soutien significatif, les marchés ont eu à cœur d'acheter les nouvelles émissions, qui se sont concentrées, sans surprise, sur les obligations éligibles aux achats de la BCE. Sur les segments plus risqués, les nouvelles émissions et les afflux de capitaux au profit des obligations HY ont été plus modérés, tandis que les spreads sont assez stables et encore loin des pics du mois de mars. Les émetteurs à haut rendement en euros ont tendance à afficher des bilans plus robustes et de meilleures notations qu'aux Etats-Unis, ce qui devrait constituer un facteur de soutien. Cependant, les segments affichant les notations les plus faibles sont confrontés à une hausse des taux de défaut dans les prochains trimestres. Nous continuons donc de préférer les obligations IG et, sur le segment du haut rendement (HY), les obligations mieux notées.

Royaume-Uni. Les spreads des obligations IG ont été assez stables en mai. Le ralentissement de la croissance économique et les incertitudes entourant le Brexit sont compensés par des marchés optimistes sous l'effet du soutien apporté par la BoE.

Marchés émergents. Le virus se propage rapidement dans de nombreuses économies émergentes, comme en témoigne la hausse rapide des nouveaux cas au Brésil, en Russie ou en Inde où les mesures de confinement pèsent sur l'activité économique. Un risque baissier pèse encore sur la croissance, et la faiblesse des prix pétroliers pénalise les pays producteurs. Nous restons prudents.

Une offre IG robuste, absorbé par les marchés (Mrd €)



Source : SGPB, Macrobond, 29/05/2020

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

ACTIONS

Retour à Neutre

Malgré la profonde récession actuelle et les révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, les investisseurs ont été encouragés par les soutiens monétaire et fiscal, et se concentrent sur l'amélioration progressive de l'activité, à mesure que le confinement s'assouplit. Cette situation a permis une baisse régulière de la volatilité et nous suggérons de revenir à une allocation neutre.

US. Les actions américaines ont enregistré le plus fort rebond par rapport aux niveaux survenus de fin mars, les investisseurs continuant à privilégier les géants américains de la technologie et ramenant, ce faisant, l'indice Nasdaq en territoire positif pour l'année. Même si le nombre de cas actifs de coronavirus continue d'atteindre de nouveaux plus-hauts, la détermination du Président Trump à pousser les Etats à assouplir les restrictions de confinement et l'ampleur de l'aide apportée par la Fed et le Congrès ont aiguisé l'appétit pour le risque. Pour l'heure, l'étendue de la récession actuelle, les plus-hauts depuis plusieurs décennies des chiffres du chômage et les importantes révisions à la baisse des estimations de bénéfices pour 2020 et 2021 influent peu sur les marchés. Nous suggérons aux investisseurs de conserver une allocation Neutre sur les actions américaines. En termes d'allocation sectorielle, il est peut-être trop tôt, selon nous, pour que les titres « value » plus cycliques poursuivent leur récent rebond des niveaux survenus de fin mars – une surperformance durable intervient habituellement lors d'une remontée des taux courts et longs, peu vraisemblable, selon nous, pour le moment). Nous continuons de préférer les secteurs comme la technologie et la santé dont les prévisions de bénéfices n'ont été abaissées que de 8,7% et 5,9%, respectivement, sur les trois derniers mois contre -22,1% pour l'ensemble du marché.

Zone euro. Les analystes ont continué de réviser leurs prévisions de bénéfices pour 2020 à des niveaux toujours plus bas (une baisse de 27,5% sur les trois derniers mois) alors que les marchés prennent la mesure des bouleversements économiques. La présidente de la BCE a récemment revu à la baisse ses perspectives pour l'économie et prévoit désormais une contraction du PIB de -8% à -12% cette année. Cependant, le ralentissement encourageant de la propagation des nouvelles infections au coronavirus a permis aux gouvernements de commencer à assouplir les restrictions. La BCE reste déterminée à poursuivre ses programmes d'aide, malgré les protestations de la Cour constitutionnelle allemande. Et la

Commission européenne a présenté son projet d'un fonds de relance de 750 Md€ (financé au moyen d'émissions d'obligations européennes et remboursé grâce à une hausse des contributions des Etats membres et à de nouvelles taxes). Ce projet, bien qu'indispensable, sera vivement contesté par certains membres. Dans ce contexte, nous proposons de renforcer l'exposition aux actions de la zone euro à Neutre. Pour l'heure, il nous semble judicieux de se concentrer sur des valeurs de qualité, plus défensives dans des secteurs comme la santé, la consommation non-cyclique ou les services aux collectivités. Les secteurs cycliques comme les valeurs industrielles et la consommation cyclique affichent des valorisations élevées, tandis que les prévisions de bénéfices continuent d'être revues à la baisse.

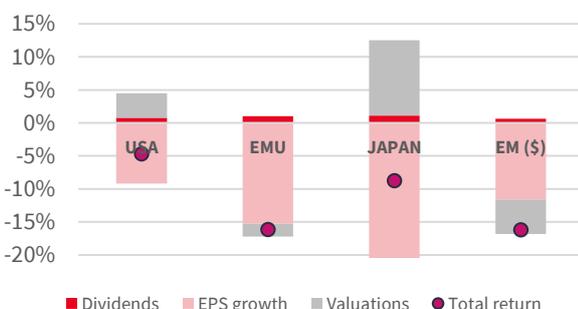
Royaume-Uni. La Grande Bretagne a été frappé plus durement par la pandémie, et les restrictions de confinement seront levées plus tardivement que dans de nombreuses économies d'Europe continentale. Par ailleurs, les négociations avec l'UE sur les relations post-Brexit n'ont pas abouti, laissant redouter que les futurs échanges commerciaux se fassent sans accord. Dans l'ensemble, il est judicieux de se focaliser sur des secteurs plus défensifs dans la mesure où les actions britanniques pourraient continuer de sous-performer leurs homologues.

Suisse. Les actions suisses se sont avérées plutôt résistantes depuis début 2020, malgré les pressions à la baisse exercées sur le franc suisse face à l'euro, ce qui a encouragé la BNS à intervenir. La révision à la baisse moyenne des prévisions de bénéfices pour 2020 sur les trois derniers mois (à -12,2%) a été bien plus faible que pour d'autres marchés mondiaux, grâce à la forte exposition du marché aux leaders mondiaux dans des secteurs défensifs.

Japon. Le Japon a annoncé récemment de nouvelles mesures de relance. Le nouveau plan s'élève à 117 000 Mds JPY, soit environ 20% du PIB, et fait suite à un plan de même taille en avril. Les mesures mises en place au Japon sont ainsi les plus importantes proportionnellement des économies développées. L'ampleur de l'aide devrait atténuer les effets négatifs sur le PIB et permettre au Japon d'enregistrer une performance en ligne avec les indices mondiaux. Nous suggérons de passer à Neutre.

Marchés émergents. D'après les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI), les marchés émergents devraient subir une contraction de leur PIB de 1% cette année, suivie d'un rebond de 6,6% en 2021, contre -6,1% et +4,5%, respectivement, pour les économies avancées. L'Asie résistera vraisemblablement mieux que d'autres régions, grâce à une croissance modeste de 1,2% en Chine et de 1,9% en Inde. Les économies dans la région commencent déjà à se remettre du confinement. Nous réaffirmons notre préférence marquée pour l'Asie dans le cadre d'une position globalement Neutre sur les actions émergentes.

Performance des actions mondiales en 2020



Source : SGPB, Macrobond, 29/05/2020

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

DEVICES

Les devises font du surplace

Les devises ont-elles perdues leur sens de l'orientation ? La volatilité a baissé, mais nous suggérons de progresser prudemment. La perception du risque s'est améliorée sur les marchés mondiaux, mais les restrictions de confinement ne sont assouplies que de façon progressive et inégale.

Indice dollar Force est de constater que le virus continuera d'engendrer des difficultés économiques généralisées. Tout au long de la crise, le dollar a tiré son épingle du jeu, les investisseurs ayant recherché des valeurs refuges. Par ailleurs, le dollar a fait l'objet d'une demande particulièrement soutenue de la part des marchés émergents, en raison des craintes d'une pénurie. La Fed a dissipé ces inquiétudes en facilitant l'accès au dollar, mais l'indice dollar demeure robuste pour l'instant, proche de son niveau moyen pour l'année. Tant que la vie n'aura pas repris son cours normal dans le monde, nous ne devrions pas sous-estimer le billet vert.

EUR/USD Ces dernières semaines, l'EUR/USD a été confinée dans une fourchette de 1,08-1,10, les investisseurs ayant redouté que la décision prononcée par la Cour constitutionnelle allemande contre les achats d'actifs de la BCE puisse aboutir à un affaiblissement de l'aide monétaire. Cependant, la Commission européenne a proposé récemment la création d'un fonds de relance de 750 Md€ (financé par des emprunts européens sur les marchés) pour venir en aide aux Etats membres et aux industries les plus durement touchés par la pandémie du coronavirus. S'il est approuvé par les 27 chefs d'Etat (ce qui n'est en aucun cas joué d'avance), cela représenterait un grand pas en avant pour l'intégration de la zone euro. Pour l'heure, toutefois, l'euro pourrait rester survendu et bon marché.

GBP/USD La livre sterling a baissé face au dollar au cours du mois dernier. Tant que les nouveaux cas n'auront pas baissé et qu'une stratégie claire de sortie du confinement n'aura pas été annoncée, la GBP/USD pourrait rester coincée aux niveaux actuels près de 1,22. En arrière-plan, les discussions commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni se poursuivent, mais les progrès restent limités. Même s'il doit être particulièrement difficile de réaliser des avancées dans ces conditions, la date butoir de fin juin pour demander un report (une éventualité que Boris Johnson a exclue) approche à grands pas. Dans l'ensemble, nous prévoyons une consolidation à court terme. Des niveaux plus élevés devront attendre que la situation

s'améliore sur le front du virus et du Brexit.

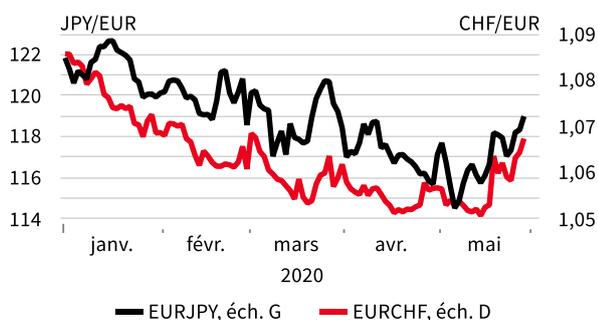
USD/JPY La parité a subi d'importantes fluctuations cette année, évoluant dans une large fourchette comprise entre 102,00 et 112,00 depuis que la pandémie s'est installée. Le Japon n'a pas été aussi durement touché par la crise que les Etats-Unis, et le FMI prévoit que son économie se contractera moins que d'autres économies avancées cette année. L'USD/JPY s'est inscrite en légère baisse depuis début avril, mais nous ne sommes guère convaincus qu'elle opérera un mouvement significatif à la hausse ou à la baisse à partir de maintenant.

EUR/CHF Le volume total des dépôts à vue de la Banque nationale suisse (un bon indicateur des interventions sur le marché des changes) s'est envolé depuis la mi-février, la banque centrale ayant vraisemblablement tenté d'empêcher le franc de plonger sous 1,05. Depuis le 15 mai, lorsque les dirigeants français et allemand ont dévoilé leur proposition d'un fonds de relance européen, l'EUR/CHF s'est appréciée, portée par l'espoir que le projet puisse dissiper certaines des tensions existantes entre les Etats membres de la zone euro. Mais cela reste à voir, et nous ne prévoyons pas de remontée majeure de l'euro pour le moment.

Marchés émergents Avec une baisse des prix pétroliers d'environ 50% cette année, les producteurs émergents n'ont bénéficié d'aucun répit. Par ailleurs, les dernières zones sensibles pour la pandémie du CoViD-19 se situent toutes dans de grandes économies émergentes. Le Brésil, par exemple, a subi de plein fouet les deux facteurs, et le réal a chuté de 30% depuis début mars. En outre, une grande partie des emprunts des marchés émergents sont réalisés en dollars, ce qui peut être onéreux lorsque le billet vert est fort et que les dettes doivent être remboursées. Qui plus est, de nombreuses banques centrales émergentes ont réduit les taux pour tenter de soutenir les économies nationales, mais en faisant peser de nouvelles pressions baissières sur leurs devises.

USD/CNY Le PIB chinois s'est contracté de 6,8% au T1 en plein carnage de la pandémie de coronavirus. Cette situation a incité les autorités à s'abstenir de fixer un objectif de croissance pour la première fois depuis des décennies, le pays tentant de soutenir les conditions économiques intérieures. Par ailleurs, les tensions géopolitiques se sont accrues. L'administration américaine accuse la Chine d'être responsable de la pandémie et menace de mettre en place de nouveaux droits de douane tandis que le Congrès national du peuple chinois a décidé de « protéger » la sécurité nationale à Hong Kong, mettant fin à l'indépendance du territoire. Les Sénateurs américains ont riposté en présentant un projet de loi qui sanctionne les autorités chinoises. Le yuan s'est ainsi affaibli bien en deçà de la barre des 7 pour 1 dollar, s'approchant de son niveau le plus faible depuis 2008.

Les valeurs refuge s'apprécient en période de crise



Source : SGPB, Bloomberg, Macrobond, 29/05/2020

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

ALTERNATIVES

Après la tempête

Le pétrole s'est redressé après le tumulte d'avril et devraient rester près des niveaux actuels pour le moment. Le cours de l'or continue de monter face à une demande robuste des investisseurs et des banques centrales. Les hedge funds sont un bon outil de diversification, visant des performances qui ne dépendent pas uniquement de la hausse des marchés. Nous restons Surpondérés.

Matières premières

Pétrole

Les prix du pétrole brut se sont redressés après un mois d'avril catastrophique marqué par un effondrement de la demande et des capacités de stockage pleines, les contrats à terme américains se négociant de nouveau au-dessus de 30 \$ le baril (/b). Les récentes données en temps réel de sociétés comme Google et Tom-Tom laissent entendre que les navetteurs ont commencé à reprendre leurs voitures. La demande de pétrole devrait ainsi repartir à la hausse. Sur le front de l'offre, l'Arabie Saoudite a annoncé de nouvelles baisses de production de 1 million de barils par jour (mb/j), en plus des réductions de 9,7 mb/j convenues par l'OPEP et la Russie, tandis que la production américaine s'est contractée de 1,7 mb/j depuis début mars. Nous estimons toutefois que les restrictions d'activité et de déplacement devraient persister dans la mesure devant le risque d'une deuxième vague d'infections. Par ailleurs, de nombreux salariés pourraient continuer de télétravailler partiellement à court terme, tandis que de nombreux voyageurs hésitent à reprendre l'avion. La demande de carburants pourrait ne pas revenir aux niveaux antérieurs au coronavirus avant quelque temps, ce qui pèserait sur les niveaux de production. Ainsi, les prix pétroliers pourraient peiner à regagner les niveaux de 2019.

L'Or

A l'exception d'un bref plongeon sous l'effet des flux vendeurs liés à des appels de marge début mars, le cours de l'or s'est apprécié régulièrement, augmentant de plus de 13% pour s'établir à environ 1 720 \$ l'once. La demande a été soutenue. Le mois d'avril a été marqué par 170 tonnes d'achats par des ETF liés à l'or, le plus gros volume mensuel total observé depuis février 2016, portant les achats sur les douze derniers mois à 879 tonnes, juste au-dessus des précédents records de 2009 et 2016. Par ailleurs, les banques centrales continuent d'ajouter des avoirs en or à leurs réserves de

change (en particulier dans le monde émergent). Elles ont acheté 179,3 tonnes au premier trimestre, dans le sillage des achats record de l'année dernière. De plus, la demande des consommateurs en Chine (l'un des plus grands marchés de l'or physique) a montré des signes de reprise en avril et en mai, les restrictions de confinement ayant été progressivement assouplies. Les banques centrales multipliant les achats d'actifs et les déficits publics atteignant des plus-hauts sans précédent en temps de paix, l'or reste une réserve de valeur attrayante et une source indépendante de rendement. Nous restons Surpondérés.

Hedge funds

Long/Short (L/S) Equity

La baisse brutale des cours boursiers en février et en mars, et le rapide rebond qui s'est ensuivi ont été difficiles pour les investisseurs L/S avec un faible écart de performance entre les différentes valeurs au sein des secteurs. La dernière partie de la saison des résultats du T1 a été marquée par une plus grande dispersion, les investisseurs commençant à se focaliser sur les fondamentaux. Nous restons toutefois prudents pour le moment.

Event Driven

Les gérants Special Situations ont tendance à gérer des portefeuilles concentrés, souvent fortement exposés aux valeurs de la consommation cyclique, une combinaison préjudiciable durant le marché baissier éclair, mais bénéfique durant le rebond. Les écarts de prix entre prédateur et proie dans les opérations de fusion-acquisition se sont creusés, offrant des rendements potentiels attractifs dans les stratégies Merger Arbitrage. Dans l'ensemble, nous suggérons de Surpondérer l'Event Driven.

Fixed Income Arbitrage

Les fonds L/S Credit axés sur le HY ont bien résisté durant la crise (puisque'ils mettent l'accent sur la qualité des bilans, ils sont peu exposés aux émetteurs en difficulté). Dans la stratégie Multi-Strategy Fixed Income Arbitrage, la reprise des obligations d'Etat émergentes est en grande partie derrière nous, mais nous tablons sur une plus grande dispersion entre les différents souverains, impliquant une amélioration du potentiel de rendement.

Global Macro / CTA

Les indicateurs d'activité en temps réel laissent entrevoir des différences significatives entre les pays, dont les stratégies pour sortir du confinement divergent considérablement. De nouvelles opportunités apparaissent ainsi sur les marchés des devises et souverains pour les gérants Global Macro. Pour les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA) d'autre part, les tendances majeures qui ont poussé les marchés d'abord dans un sens puis dans un autre durant la crise pourraient s'affaiblir, justifiant une position Neutre.

La demande mondiale de pétrole s'est effondrée



Source : SGPB, Macrobond, 29/05/2020

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

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-jacents (y compris les dérivés) mentionnés dans ce document, et dans tout autre actif, le cas échéant, et par conséquent tout les performances passées (mes) ne garantissent pas des performances futures. Les autres événements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements se dévaluent généralement et peuvent être affectés 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.

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 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 1,009,897,173.75 at 31 December 2018

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.