

# NOTRE POINT DE VUE

## Septembre 2020



## Avançons d'un pas mesuré

### Situation macro-économique

Après un élan initial insufflé à l'activité par l'assouplissement des mesures de confinement dans les économies développées, les indicateurs économiques publiés récemment ont brossé un tableau en demi-teinte. Certains secteurs (comme l'immobilier aux Etats-Unis) semblent robustes, tandis que d'autres (comme le nombre toujours élevé des demandeurs d'emploi) laissent entrevoir un nouvel accès de faiblesse à court terme. Le coronavirus continuant de se propager à travers le monde et de nombreuses industries étant confrontées à des incertitudes prolongées (par exemple les secteurs de l'aviation et de l'aéronautique), la prochaine étape de la reprise devrait être moins vigoureuse, selon nous. Les gouvernements se montreront toutefois réticents à réinstaurer des mesures de confinement nationales. La reprise devrait donc se prolonger.

### Banques centrales

Les écarts de production (la différence entre les niveaux d'activité réels et potentiels) restent très importants dans les économies développées, tandis qu'un grand nombre de travailleurs sont encore sans emploi ou bénéficient de mesures de chômage partiel. Les banques centrales resteront ainsi davantage préoccupées par les risques de déflation que par une hausse des prix. Les taux directeurs et les rendements des obligations d'Etat étant fortement négatifs en termes réels, nous estimons que la Réserve fédérale (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) continueront de mettre l'accent sur les programmes d'achat d'actifs, convaincues qu'il s'agit du meilleur moyen dont elles disposent pour déployer leur politique monétaire. Et si l'activité devait s'essouffler, nous estimons qu'elles n'hésiteront pas à accroître leur assouplissement quantitatif.

### Marchés financiers

Les programmes d'achat d'actifs menés par les banques centrales contribuent à maintenir les rendements des obligations d'Etat à des niveaux extraordinairement bas, tout en gardant les « spreads » des obligations d'entreprise de qualité (l'écart de rendement par rapport aux obligations d'Etat) à des niveaux très serrés. Les obligations d'Etat des marchés émergents, où les risques sont convenablement récompensés par les spreads attractifs proposés, nous semblent offrir davantage d'opportunités. Nous continuons de préférer les marchés actions à d'autres classes d'actifs, mais attendons un nouvel assouplissement monétaire avant de renforcer nos positions. Le rebond de l'EUR/USD observé récemment laisse un potentiel de hausse limité à court terme. L'or a récemment atteint notre objectif de prix à long terme, et il nous semble judicieux de prendre des bénéfices.

### Conclusion

Nous conservons une approche diversifiée équilibrée en matière d'allocation d'actifs. La récente remontée des actions est liée, pour l'essentiel, à un petit nombre de géants de l'internet et des technologies, en particulier aux Etats-Unis, et nous recommandons d'équilibrer l'exposition à ces leaders avec d'autres secteurs et marchés. Dans l'ensemble, nous restons Neutres sur les actions, avec une préférence pour les valeurs de la zone euro, qui devraient bénéficier d'une consolidation de l'EUR/USD. Au sein des marchés obligataires, nous sommes passés à Neutre sur les obligations d'Etat des marchés émergents, tout en conservant une préférence pour les obligations d'entreprise Investment Grade (IG) face à d'autres segments. Après une performance solide, nous sommes revenus à Neutre sur l'or.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA159/S2/20



# NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

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

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

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

| ACTIONS                         |   |
|---------------------------------|---|
| <b>Etats-Unis</b>               | Compte tenu de l'effondrement des bénéfiques, le rebond s'est fait au détriment des valorisations. Nous restons Neutres.  |
| <b>Europe</b>                   | Les valorisations semblent moins élevées qu'aux Etats-Unis et la récente approbation du fonds de relance européen dissipe en partie le risque perçu d'un éclatement de la zone euro.  |
| <b>Zone euro (ZE)</b>           | Les valorisations semblent moins élevées qu'aux États-Unis et la récente approbation du fonds de relance européen dissipe en partie le risque perçu d'un éclatement de la zone euro.  |
| <b>Royaume-Uni</b>              | Les actions britanniques ont continué de sous-performer leurs homologues alors que les futures relations avec l'UE restent dans l'impasse.  |
| <b>Suisse</b>                   | Les grandes entreprises suisses de qualité devraient rester très recherchées, laissant entrevoir une résistance durable pour l'heure. Nous sommes Neutres.  |
| <b>Japon</b>                    | Le plan d'aide déployé par le gouvernement pour soutenir l'économie est le plus important des économies avancées en pourcentage du PIB, ce qui devrait contribuer à dissiper l'impact des restrictions sur l'activité. Nous sommes Neutres. |
| <b>Pays émergents</b>           | Nous continuons de Surpondérer l'Asie dans le cadre d'un positionnement Neutre sur les actions émergentes et mettons l'accent sur l'attrait des valeurs technologiques asiatiques en termes de croissance et de valorisation.               |
| OBLIGATIONS                     |   |
| <b>Souveraines</b>              | Les taux longs devraient rester bas, alors que les banques centrales continuent d'acheter des montants significatifs d'obligations d'Etat.  |
| <b>Maturités*</b>               | Nous préférons les obligations à court terme en Europe et aux Etats-Unis.   |
| <b>Indexées sur l'inflation</b> | L'inflation devrait repartir à la hausse à plus long terme. Nous restons Neutres.   |
| <b>Entreprises</b>              | Les marchés continuent de bénéficier d'une demande soutenue et de liquidités abondantes. Nous restons Surpondérés.  |
| <b>Haut rendement</b>           | Nous restons Neutres sur le segment HY, où les émetteurs les plus faibles sont particulièrement vulnérables aux difficultés économiques.  |
| <b>Dettes émergentes</b>        | L'abondance des liquidités et la faiblesse des taux américains apportent un large soutien aux obligations émergentes. Il nous semble judicieux de passer de Sous-pondérer à Neutre.   |
| DEVICES                         |   |
| <b>EUR/USD</b>                  | L'euro devrait se stabiliser face au dollar à court terme avant de repartir à la hausse plus tard cette année.  |
| <b>GBP/USD</b>                  | Sous l'effet des craintes suscitées par le Brexit, la livre sterling devrait rester bon marché. La devise ne devrait guère fluctuer, selon nous.  |
| <b>EUR/GBP</b>                  | Les négociations tendues avec l'UE sur le Brexit n'ayant guère progressé à ce jour, nous anticipons encore des difficultés pour la livre sterling.  |
| <b>USD/JPY</b>                  | Le yen s'est apprécié depuis fin mars, mais cette tendance haussière ne devrait pas se poursuivre, selon nous.  |
| <b>EUR/CHF</b>                  | Sur fond de reprise de l'activité économique et de regain d'appétit pour le risque, les flux vers les valeurs sûres en faveur du franc ont diminué. Nous estimons que le CHF s'affaiblira encore légèrement face à l'EUR.                   |
| <b>Devises émergentes</b>       | Nous estimons qu'il est trop tôt pour devenir positifs, alors que la pandémie continue de se propager dans plusieurs régions comme l'Amérique latine ou l'Inde.   |
| ALTERNATIVES                    |   |
| <b>Hedge funds</b>              | Nous mettons l'accent sur l'attrait des fonds spécialistes des stratégies Long/Short Credit et Global Macro sur les marchés émergents ainsi que des stratégies Merger Arbitrage en tant que sources de rendement.                           |
| <b>Or</b>                       | La récente hausse du cours de l'or à des niveaux record a offert aux investisseurs l'opportunité d'opérer des prises de bénéfices. Nous passons de Surpondérer à Neutre.  |
| <b>Pétrole</b>                  | Les prix pétroliers devraient se stabiliser dans les prochains mois. Nous sommes passés à Neutre.   |

Source : SGPB, 28/08/2020

\* 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 indicateurs mitigés

Après l'élan initial imprimé à l'activité économique par l'assouplissement des mesures de restriction liées à la COVID-19, nous estimons que la reprise ralentira quelque peu dans les prochains mois. De nouvelles mesures de confinement nationales sont peu vraisemblables, mais les modes de consommation devraient continuer d'évoluer. Les autorités monétaires et fiscales n'hésiteront pas à assouplir encore leur politique le cas échéant.

Ces dernières semaines, la pandémie a continué de se propager à travers le monde. En Europe, où des mesures de confinement rigoureuses sont parvenues à faire baisser les taux d'infection, la réouverture progressive de l'économie depuis le mois de mai a abouti à une nouvelle hausse du nombre de cas, en particulier dans la tranche des 25-40 ans. On le comprendra, les gouvernements se montrent réticents à réinstaurer des mesures de confinement nationales ou à fermer les frontières, mais il est probable que la hausse des cas d'infections ralentira la reprise, comme en attestent les indicateurs économiques mitigés publiés récemment.

**Etats-Unis.** L'économie a enregistré une récession marquée au T2, s'inscrivant en baisse de -9,5% en glissement trimestriel (g.t.), alors que les mesures de confinement ont pesé sur la confiance des ménages et des entreprises. Depuis le début du T3, l'activité a montré des signes d'amélioration, mais la reprise est inégale. Certaines enquêtes de confiance des chefs d'entreprise, comme l'indice des directeurs d'achat (PMI) Markit, sont revenues en zone d'expansion. D'autres, comme les enquêtes des Fed régionales de New York et de Philadelphie, laissent entendre que la reprise s'essouffle. Et le marché du travail semble s'être détérioré à la mi-août avec une hausse des nouvelles inscriptions au chômage.

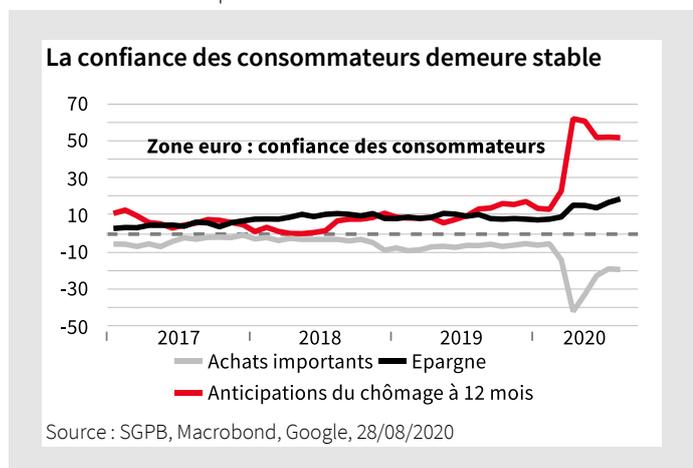
**Zone euro.** La contraction du PIB au T2 a été spectaculaire, s'élevant à -12,1% en g.t. Cependant, une amélioration a été notée en fin de trimestre. Par exemple, la production industrielle a poursuivi sa reprise en juin, s'inscrivant en hausse de 9,1% en glissement mensuel (g.m.) après avoir gagné 12,3% en mai. Plus récemment, les enquêtes PMI du mois d'août pour la région se sont détériorées par rapport aux niveaux de juillet et ont été sensiblement inférieures aux prévisions du consensus, en particulier pour les services où les premiers effets positifs de la levée des mesures de confinement ont commencé à se dissiper.

Compte tenu du contexte macroéconomique en demi-teinte, il est probable que les politiques resteront particulièrement accommodantes. Les banques centrales n'ont guère de raisons de durcir leur politique monétaire. De fait, elles restent pour l'heure davantage préoccupées par la déflation que l'inflation, compte tenu de l'écart significatif entre la production potentielle et la production réelle. Nous estimons que les autorités n'hésiteront pas à accélérer les achats d'actifs si besoin.

La politique fiscale pourrait également rester extrêmement favorable. L'Union européenne (UE) a récemment conclu un accord sur un fonds de relance de 750 Md€ (représentant environ 5,4% du PIB européen) dont le financement devrait être assuré par une émission conjointe de dettes. Le programme est conçu pour cibler l'aide là où elle est la plus nécessaire (les nations de la « périphérie » comme l'Espagne et l'Italie qui ont été les plus durement frappées par la pandémie). Le fonds de relance accordera des subventions à l'Italie à hauteur d'environ 4,5% du PIB. Par ailleurs, le pays sera en mesure d'emprunter jusqu'à 5,5% du PIB auprès du fonds de relance à des taux très attractifs.

Le Congrès américain a entamé sa pause estivale sans accord sur ses nouveaux plans de relance fiscale. Les Démocrates affirment désormais que le programme devrait injecter au moins 2 000 Md\$, tandis que les Républicains maintiennent de façon catégorique que le montant de 1 000 Md\$ est le maximum absolu possible. La situation ne devrait pas se débloquer avant le retour de la fête du travail, mais un accord reste nécessaire avant la fin de l'exercice fiscal le 30 septembre prochain. En l'absence d'accord, certains départements fédéraux fermeront, une perspective peu réjouissante à l'approche de l'élection présidentielle qui se tiendra seulement 34 jours plus tard.

**Conclusion.** Après l'élan initial imprimé à l'activité économique par l'assouplissement des mesures de restriction liées à la COVID-19, nous estimons que la reprise ralentira quelque peu dans les prochains mois. De nouvelles mesures de confinement nationales sont peu vraisemblables, mais les modes de consommation devraient continuer d'évoluer. Les autorités monétaires et fiscales n'hésiteront pas à assouplir encore leur politique le cas échéant.



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

## Torpeur estivale

La saison estivale a été plutôt calme pour les marchés obligataires jusqu'à présent, les taux d'intérêt et les spreads des obligations d'entreprise évoluant dans des fourchettes étroites. Par ailleurs, la volatilité implicite des obligations d'Etat américaines, un indicateur des incertitudes et de la nervosité des investisseurs, a chuté à de nouveaux plus-bas. Nous conservons notre préférence pour les obligations d'entreprise Investment Grade (IG).

L'été n'est pas toujours une période de calme pour les marchés financiers. Durant les mois d'été 2007, 2011 et 2015, les investisseurs sont restés rivés à leurs écrans au lieu de se détendre sur la plage, des événements importants étant survenus durant les vacances. Cette année, avec la propagation de la pandémie et tant d'inconnues relatives à son évolution, les ingrédients étaient réunis pour alimenter les tensions. Cependant, l'été s'est avéré plutôt calme pour les obligations d'Etat et d'entreprise. Bien évidemment, cela ne garantit pas que l'automne sera tranquille.

### Taux

**États-Unis.** Après de nouveaux plus-bas début août, les rendements à 10 ans se sont inscrits en hausse et sont désormais revenus à 0,68%, autour de leur moyenne observée entre avril et juillet. Cependant, les rendements réels à 10 ans (mesurés par les obligations indexées sur l'inflation) ont chuté à de nouveaux plus-bas et s'établissent désormais à -1%. Par conséquent, l'inflation implicite attendue (c'est-à-dire, la différence entre les deux) augmente et s'élève désormais à 1,7%, près de l'objectif d'inflation de 2% de la Fed. Les prochaines annonces de la Fed pourraient de nouveau entraîner une hausse de l'inflation anticipée si elles laissent entendre que la banque centrale se montre beaucoup moins préoccupée par une hausse des prix. Sans cela, nous n'anticipons pas d'importants mouvements à la hausse.

**Zone euro.** Dans le cadre du nouveau plan de relance commun de 750 Md€ approuvé par les gouvernements européens, l'UE deviendra un émetteur important sur le marché obligataire en euro. Compte tenu de sa notation élevée, le nombre des obligations « sûres » à la disposition des investisseurs augmentera sensiblement. Le plan réduira également les besoins de financement des pays individuels, dissipant les pressions haussières sur les taux exercées sur les émetteurs les plus fragiles. Par ailleurs, les programmes d'achat d'actifs de la BCE restent en place. Tous ces éléments

contribueront à maintenir des rendements bas pour les pays du noyau dur et de la périphérie.

**Royaume-Uni.** De récentes discussions à la Banque d'Angleterre laissent entendre que des taux d'intérêt négatifs ne sont pas envisagés et que les achats d'actifs et les préannonces monétaires seront les outils privilégiés.

### Crédit

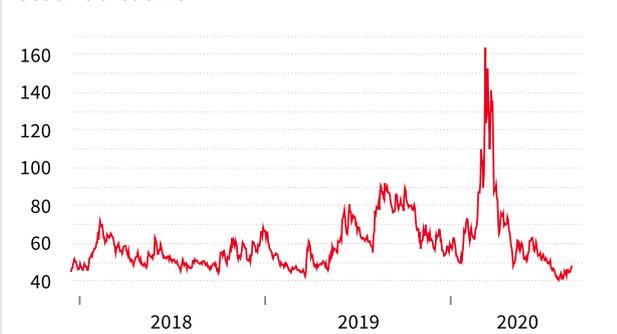
**Etats-Unis.** Les écarts de rendement (« spreads ») pour les obligations IG et à haut rendement (HY) ont évolué dans une fourchette étroite en août. Le volume des émissions IG a été très significatif cette année, mais aisément absorbé par les marchés (les émissions ont été largement sursouscrites, avec seulement de petites baisses des rendements). A court terme, nous tablons sur un ralentissement des émissions : tout d'abord, les besoins de financement diminueront progressivement ; ensuite, les entreprises commenceront à penser à assainir leurs bilans en réduisant leur endettement. Rien ne prouve cependant que ce changement soit imminent. Même si les fondamentaux sont malmenés, les marchés continuent de bénéficier d'une demande soutenue et de liquidités abondantes.

**Zone euro.** Les spreads ont légèrement baissé en août pour les obligations IG et HY. Mais tandis que les bénéficiaires du deuxième trimestre ont été supérieurs aux attentes, ils restent les plus mauvais jamais enregistrés. Cette situation rappelle que les fondamentaux européens sont fragilisés également et qu'ils doivent être redressés. Même si les bénéfices ne peuvent que rebondir à partir des plus-bas actuels, la route est longue pour revenir aux niveaux antérieurs à la crise, tandis que les entreprises doivent encore réduire leurs niveaux élevés d'endettement. La demande des investisseurs demeure toutefois solide et les liquidités sont abondantes, grâce aux programmes d'achat généreux de la banque centrale, apportant un fort soutien aux marchés du crédit. Nous continuons de privilégier le segment IG dans ce contexte incertain.

**Royaume-Uni.** Parallèlement aux marchés de la zone euro, les spreads IG se sont légèrement resserrés en août, ignorant les craintes relatives à la croissance et au Brexit. Le marché du sterling a également bénéficié de liquidités abondantes.

**Marchés émergents.** L'abondance des liquidités et la faiblesse des taux américains sont d'importants facteurs de soutien pour les obligations émergentes. Même si de nombreux émetteurs pâtiront des effets à long terme de la crise de la COVID-19, sous la forme d'une hausse des déficits fiscaux et des niveaux d'endettement, les mesures de confinement ont été moins strictes que dans les économies avancées. La croissance pourrait donc mieux résister. Compte tenu du surplus de rendement attrayant, nous sommes passés à Neutre sur les obligations émergentes.

**Volatilité implicite des obligations américaines – retour au calme**



Source : SGPB, Bloomberg, 28/08/2020

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

### De retour en terrain positif

Les marchés actions mondiaux ont bénéficié du large soutien des politiques monétaire et fiscale depuis l'apparition de la pandémie, permettant aux indices mondiaux de se redresser fortement pour enregistrer une performance positive depuis le début de l'année. Cependant, la pandémie n'est pas encore maîtrisée et nous attendons de nouvelles mesures d'assouplissement avant d'abandonner notre allocation Neutre actuelle.

**US.** La saison des résultats du deuxième trimestre a réservé son lot de bonnes surprises. De fait, les bénéfices par action (BPA) ont dépassé les prévisions de 20%, portant l'indice S&P500 à de nouveaux plus-hauts historiques. Mais l'ampleur de ces surprises reflète simplement des anticipations très faibles. En réalité, les BPA du T2 ont baissé de 33% en glissement annuel. Par ailleurs, comme illustré dans le graphique, les anticipations du consensus pour les BPA 2021 restent inférieures aux prévisions antérieures à la crise. Compte tenu de l'effondrement des bénéfices, ce rebond s'est fait au détriment des valorisations. Le ratio cours/bénéfices à douze mois est de loin le plus élevé depuis la bulle technologique en 2000-2002, limitant ainsi tout nouveau potentiel de hausse. Comme nous l'avons évoqué dans des rapports précédents, une grande partie de la performance depuis le début de l'année (et de l'expansion des multiples) est liée à un petit nombre de très grandes capitalisations de la technologie. L'indice du secteur des technologies de l'information s'inscrit en hausse de 33% depuis le début de l'année, tandis que le S&P500 a gagné 8%. Au vu de ces distorsions, une répartition sectorielle équilibrée dans le cadre d'une allocation Neutre nous semble judicieuse.

**Zone euro.** A l'instar de leurs homologues américaines, les valeurs de la zone euro ont surperformé les anticipations de BPA pour le T2, les bénéfices étant supérieurs de 24% aux prévisions. Le consensus table désormais sur une baisse des BPA de 37,3% durant l'année civile 2020 en comparaison de l'année dernière, suivie d'un rebond de 51,1% en 2021. Tout dépendra bien évidemment de la façon dont les entreprises se remettent des perturbations survenues cette année, mais nous sommes convaincus que les gouvernements ne réimposeront pas des confinements nationaux. Ces six dernières semaines, les actions de la zone euro ont sous-performé les moyennes mondiales, en devises locales, les investisseurs ayant

réagi à l'appréciation notable de l'euro, en hausse de pratiquement 4% face à l'USD. Les périodes de vigueur de la devise sont souvent mal perçues pour les marchés exposés aux exportations, comme la zone euro. Cependant, les valorisations semblent moins élevées qu'aux Etats-Unis et la récente approbation du fonds de relance européen dissipe en partie le risque perçu d'un éclatement de la zone euro. Dans l'ensemble, nous restons surpondérés dans le cadre d'une allocation globalement Neutre aux actions.

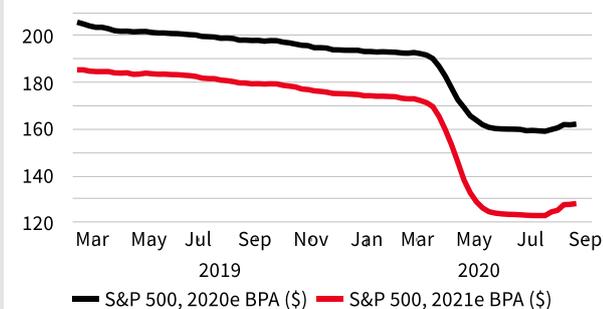
**Royaume-Uni.** Le Royaume-Uni enregistrant un plus grand nombre de décès liés à la COVID-19 que ses voisins et les futures relations commerciales avec l'UE étant encore dans l'impasse, les actions britanniques ont continué de sous-performer les moyennes mondiales. Le marché semble toutefois offrir des indicateurs attrayants comme le ratio cours/bénéfices ajustés du cycle et le ratio cours/actif net. L'ensemble de ces éléments justifie une allocation Neutre, selon nous.

**Suisse.** La Suisse est généralement considérée comme un marché cher en regard de ses homologues, compte tenu de la prévalence des valeurs de croissance défensives de qualité. Cependant, les actions suisses affichent actuellement un ratio cours/bénéfices sensiblement inférieur à celui des actions européennes. La raison en est la résistance attendue des bénéfices (le consensus prévoit seulement une baisse de -8,9% cette année contre -37,3% pour la zone euro). Dans l'ensemble, il n'est pas surprenant que les actions suisses aient surperformé d'autres marchés régionaux.

**Japon.** Tokyo est un autre marché défensif qui a surperformé cette année. Les plans de relance du gouvernement sont les plus importants des économies développées en pourcentage du PIB. Les effets des restrictions sur l'économie devraient ainsi s'en trouver diminués. Le Fonds monétaire international (FMI) table sur une baisse de -5,8% du PIB cette année comparé à -8,0% pour les économies avancées, ce qui permet d'expliquer la résistance attendue des bénéfices 2020. Nous restons Neutres.

**Marchés émergents.** Après de nombreuses années de sous-performance, les actions des marchés émergents ont connu une progression pratiquement similaire à celle de leurs homologues des marchés développés depuis le début de l'année. Cette performance a largement bénéficié de l'aide de la Chine, le plus grand marché actions émergent, qui a gagné 21,5% depuis le début de l'année. Nous continuons de Surpondérer l'Asie dans le cadre d'un positionnement Neutre sur les actions émergentes et mettons l'accent sur l'attrait des valeurs technologiques asiatiques en termes de croissance et de valorisation.

Les anticipations des BPA restent en dessous des niveaux d'avant crise



Source : SGPB, Macrobond, 28/08/2020

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

## DEVISES

### Nouvelle consolidation

Après le récent accès de faiblesse du dollar, nous estimons désormais que les devises se stabiliseront pour la plupart dans une fourchette large. La reprise économique progressive laisse entendre que les valeurs refuges sont peu utiles, alors que les écarts de taux d'intérêt sont faibles et pourraient le rester et tandis que le dollar semble moins surévalué qu'il ne l'était fin mars.

**Indice dollar** Après une forte hausse en mars des flux vers les valeurs sûres, l'indice dollar s'est affaibli de nouveau et est désormais inférieur de 3,5% aux niveaux de fin 2019. L'attrait lié à son statut de valeur refuge s'est émoussé, alors que les économies ont commencé à sortir du confinement et, par ailleurs, la prime de taux d'intérêt et de rendement qu'offrait le dollar s'est sensiblement affaiblie face à d'autres devises, en réaction aux mesures d'assouplissement déployées par la Fed. A court terme, nous attendons une période de consolidation, avec des risques multiples (comme les tensions avec la Chine, les incertitudes liées à l'élection) susceptibles de soutenir temporairement le dollar.

**EUR/USD** L'euro a récemment atteint son plus haut niveau contre le dollar depuis le printemps 2018, face à l'effondrement des écarts de rendement et à l'espoir suscité par le plan de relance de l'UE de 750 Md€. Cependant, il faudra plusieurs mois pour lancer le fonds, et la nouvelle propagation des infections au coronavirus en Espagne et en France a soulevé des questions sur le rythme de la reprise. Dans ce contexte, nous estimons que l'euro se stabilisera face au dollar à court terme avant de repartir à la hausse plus tard cette année.

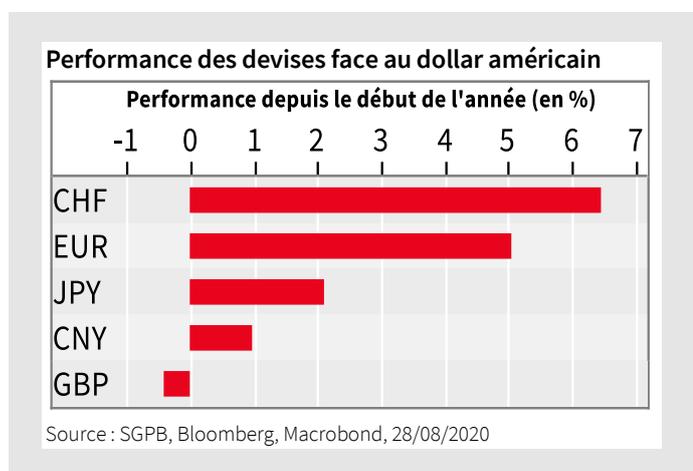
**GBP/USD** La livre sterling a également bénéficié de la faiblesse du dollar cet été, se rapprochant de 1,32. La pandémie semble sous contrôle pour le moment, ce qui devrait soutenir la reprise, malgré le maintien de certaines restrictions. Cependant, des négociations commerciales intenses avec l'UE n'ont donné aucun résultat jusqu'à présent, et il ne reste que quatre mois avant que le Royaume-Uni ne quitte le marché unique, une perspective délicate pour les exportateurs. Dans l'ensemble, sous l'effet des craintes relatives au Brexit, la livre sterling pourrait rester bon marché.

**USD/JPY** Le yen s'est inscrit en hausse régulière depuis fin mars, malgré le regain d'appétit pour le risque. L'explication tient en partie dans la faiblesse de l'USD, et en partie dans la résistance perçue de l'économie japonaise. Les plans de relance du Japon ont été impressionnants (environ 40% du PIB), tandis que le Fonds monétaire international y prévoit une récession moins marquée cette année que dans d'autres économies avancées. Nous tablons toutefois sur une poursuite de la consolidation.

**EUR/CHF** Le franc suisse s'est éloigné du niveau de 1,05 durant l'été, permettant à la Banque nationale suisse (BNS) de limiter ses interventions sur le marché des changes. Compte tenu de la reprise de l'activité économique et du regain d'appétit pour le risque, les flux vers la valeur refuge qu'est le franc ont diminué. Par ailleurs, l'accord obtenu pour le lancement d'un fonds de relance de 750 Mds€ a dissipé en grande partie les craintes d'un éclatement de la zone euro exprimées par les investisseurs. Nous estimons que le CHF s'affaiblira encore légèrement face à l'EUR.

**Marchés émergents** Les devises émergentes semblent attrayantes. L'indice JP Morgan est encore proche de ses plus-bas historiques, tandis que l'inflation des prix semble globalement sous contrôle (avec des exceptions notables comme le peso argentin ou la livre turque). Nous estimons toutefois qu'il est encore trop tôt pour devenir positifs. L'accès de faiblesse du dollar nous semble terminé pour le moment, et la pandémie continue de se propager dans des régions comme l'Amérique latine.

**USD/CNY** Contrairement à nos prévisions, le renminbi a continué de rebondir face au dollar et se négocie actuellement près de son plus-haut annuel. La Banque populaire de Chine (PBoC) semble avoir jugé qu'un nouvel accès de faiblesse de la devise serait contreproductif compte tenu de la montée des tensions entre les Etats-Unis et la Chine (sur la COVID-19, les échanges commerciaux et la nouvelle loi sur la sécurité nationale à Hong Kong). Au vu des récents pourparlers sur le commerce qui indiquent que les deux parties sont satisfaites des progrès réalisés, nous estimons désormais que le renminbi se stabilisera face à l'USD.



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

### Opérer des prises de bénéfices sur l'or

Nous revenons à Neutre sur le pétrole et l'or. De fait, la récente remontée du cours de l'or à des niveaux record a offert aux investisseurs l'opportunité de prendre des bénéfices. Dans le cadre d'un positionnement globalement positif sur les Hedge funds, nous mettons l'accent sur l'attrait des fonds spécialistes des stratégies Long-Short Credit et Global Macro sur les marchés émergents ainsi que des stratégies Merger Arbitrage en tant que sources de rendement.

#### Matières premières

**Pétrole** D'après l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la production mondiale globale de pétrole a augmenté de 2,5 millions de barils par jour (mb/j) à 90 mb/j en juillet. L'Arabie saoudite a déjà mis fin à sa baisse supplémentaire volontaire de 1 mb/j, et l'OPEP et la Russie ont décidé d'assouplir les baisses de production de 9,7 mb/j à 7,7 mb/j à partir du mois d'août, ce qui devrait contribuer à une nouvelle normalisation de la production pétrolière. Dans l'ensemble, la production mondiale semble appelée à baisser de 7,1 mb/j en moyenne en 2020. La demande devrait toutefois baisser plus rapidement, se repliant de 8,1 mb/j cette année. Les mesures de confinement mises en place au printemps ont durement pesé sur la demande, en raison de la paralysie d'une large part de l'activité économique. Depuis, l'assouplissement des restrictions a entraîné une hausse régulière de la demande. Néanmoins, la demande dans le secteur de l'aviation pourrait demeurer considérablement réduite pendant de nombreux trimestres, tandis que sous l'effet de la résurgence du nombre de cas d'infections à la COVID-19, l'amélioration des données de mobilité commence à marquer le pas. Les prix pétroliers devraient se stabiliser dans les prochains mois et nous sommes passés à Neutre.

**L'Or** La production totale d'or a reculé d'environ 6% au premier semestre 2020 à 2 192 tonnes, les perturbations liées à la COVID-19 ayant pesé tant sur la production minière que sur le recyclage, qui comptent pour environ 75% et 25% de la production, respectivement. L'activité minière en Chine (le premier producteur mondial) a baissé de 9% au S1, mais l'assouplissement des restrictions sur l'activité devrait entraîner une nouvelle hausse de la production au S2. La demande d'or s'est également contractée au S1. Elle a baissé de 6% en glissement annuel à 2 076 tonnes, la demande des consommateurs étant particulièrement touchée. Les achats nets d'ETF sont demeurés robustes à 734 tonnes, jusqu'à six

fois supérieurs aux niveaux enregistrés au S1 2019. Les investissements en lingots et en pièces d'or ont baissé de 32% à 149 tonnes, mais les plus fortes baisses ont concerné les achats des banques centrales (en repli de 39% par rapport aux plus-hauts record du S1 2019 à 233 tonnes) et la demande de bijoux (qui s'est effondrée de 46% en glissement annuel à 572 tonnes). A court terme, la demande devrait se redresser, alors que les magasins de détail en joaillerie et en pièces d'or reprennent une activité plus normale après le confinement. Le cours de l'or a récemment atteint notre objectif à 12 mois, inscrivant un nouveau plus-haut record, et nous avons revu à la baisse notre exposition de Surpondérer à Neutre.

#### Hedge funds

**Long/Short (L/S) Equity** Nous continuons de préférer les fonds affichant un biais variable sur le segment L/S. Ils ont en effet donné la preuve de leur capacité à ajuster leur exposition au marché, en devenant vendeurs en mars puis en renforçant leurs positions pour tirer profit de la reprise. Dans l'ensemble, toutefois, la dispersion entre les rendements des valeurs individuelles a diminué récemment, réduisant ainsi les opportunités pour les gérants L/S.

**Event Driven** Malgré la crainte d'une accalmie estivale, l'activité des entreprises est demeurée robuste durant les mois de juillet et d'août. Une vague de 306 Md\$ d'opérations de fusion-acquisition a été annoncée en août, créant d'importantes opportunités pour les spécialistes Merger Arbitrage. Par ailleurs, un certain nombre de restructurations ont été envisagées (par exemple des cessions par l'assureur britannique Aviva), insufflant un élan potentiel aux fonds Special Situations.

**Fixed Income Arbitrage** Malgré le large soutien des banques centrales, la crise a pesé sur les bilans des entreprises et nous avons observé une hausse des défauts sur les obligations d'entreprise, en particulier parmi les émetteurs américains. Cette situation est favorable aux gérants L/S Credit Arbitrage grâce à leur excellente analyse crédit et à leur solide maîtrise des risques.

**Global Macro / CTA** Nous restons Neutres sur les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA). La vigueur des marchés actions repose sur un petit nombre de très grandes capitalisations des secteurs de la technologie et d'Internet, tandis que le reste du marché reste confiné dans un intervalle. Les meilleures opportunités pour les fonds Global Macro se trouvent sur les marchés émergents compte tenu des larges disparités au niveau des fondamentaux macroéconomiques et des réponses à la COVID-19.

#### Nouveau record pour le prix de l'or



Source : SGPB, Macrobond, 28/08/2020

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 prix des titres peuvent varier et les sommes investies dans le marché, en le haut et la baisse des investissements se des revenus générés ou perdus peuvent affecter 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<sup>er</sup> août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

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

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

**Suisse :** Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch).

Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Copyright Groupe Société Générale 2020. *Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale. Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking et Kleinwort Hambros sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.*





## **Societe Generale**

SA Capital EUR 1,009,897,173.75 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.