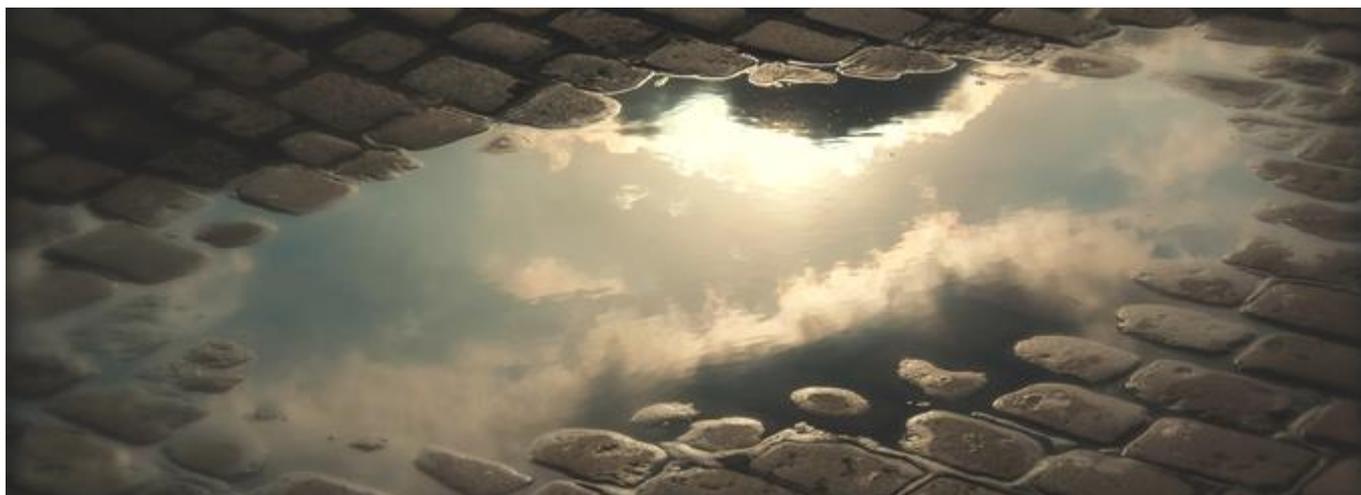


Notre point de vue mensuel



Eviter les écueils

La croissance des économies développées a connu un passage à vide au premier trimestre. Des facteurs saisonniers sont à blâmer (tempêtes de neige aux Etats-Unis et au Royaume-Uni), mais la rhétorique protectionniste a également laissé craindre que l'amélioration du commerce mondial amorcée l'an dernier ne s'essouffle. Par ailleurs, [les moteurs de croissance restent globalement favorables](#) dans la zone euro et les Etats-Unis bénéficient de la forte baisse des taux d'imposition, tandis que de nombreuses économies émergentes vont tirer profit de la remontée des prix des matières premières.

Comme indiqué ces derniers trimestres, les craintes déflationnistes se sont dissipées, les indices de prix étant repartis à la hausse aux Etats-Unis et en Europe. En effet, les ménages et les investisseurs commencent à estimer que les prix continueront d'être tirés vers le haut. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente a récemment atteint les niveaux cibles fixés par les banques centrales. Dans l'ensemble, [nous tablons sur une progression régulière des prix ces douze prochains mois](#).

Compte tenu des bonnes perspectives de croissance et de la hausse graduelle de l'inflation, [les banques centrales devraient poursuivre la normalisation progressive de leurs politiques monétaires](#). Aux Etats-Unis, au moins deux autres relèvements des taux sont prévus cette année, tandis que la Réserve fédérale US continue de réduire son portefeuille de titres. La BCE devrait avoir terminé ses achats d'actifs d'ici la fin de l'année, ouvrant ainsi la voie à un premier relèvement des taux avant mi-2019.

Les actifs risqués, comme les actions, sont confrontés à un certain nombre de difficultés à court terme (tassement de la conjoncture, pressions haussières exercées sur les rendements obligataires, potentiels problèmes réglementaires dans les technologies de l'information et incertitudes géopolitiques). A plus long terme, toutefois, le contexte économique reste favorable. A cet égard, [nous conservons la position plus neutre adoptée il y a deux mois](#).

Pour savoir comment cela peut impacter nos positions, tournez la page...

2 à 3 – Nos positions en bref

4 à 7 – Plus de détails

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

Nos positions en bref

ACTIONS

OBLIGATIONS

ALTERNAT.

Nous vous présentons ici les résultats de notre [méthode d'investissement « VaMoS »](#). A partir de signaux portant sur les indicateurs économiques, les valorisations, le momentum et le sentiment de marché, nous affinons nos vues concernant les différentes classes d'actifs pour la période à venir. Les signaux présentés ci-dessous reflètent les dernières conclusions de notre [Comité global d'investissement](#). Voici comment les interpréter :

Prudence

Neutralité

Préférence

Révisions à la hausse en **vert**
Révisions à la baisse en **rouge**

		VA			MO		S	
		Valorisation	Fondamentaux	Macro.	Momentum	Analyse technique	Sentiment	Risque
ACTIONS	Etats-Unis							
	Zone euro							
	Royaume-Uni							
	Suisse							
	Japon							
	Pays émergents							

		EUR	Global	VA	MO	S
OBLIGATIONS	Souveraines					
	Indexées					
	Entreprises					
	Haut rendement					
	Maturités*	Courtes				

		USD	Global	VA	MO	S
Souveraines						
Indexées						
Entreprises						
Haut rendement						
Maturités*	Courtes					

		GBP	Global	VA	MO	S
Souveraines						
Indexées						
Entreprises						
Haut rendement						
Maturités*	Courtes					

DEVICES		
EUR/USD		
GBP/USD		
USD/JPY		
EUR/CHF		
Emergents contre \$		

ALTERNATIFS		
Hedge funds		
Or (once)		
Pétrole		

Source : SG Private Banking, 4 mai 2018, *Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans

En d'autres termes

ACTIONS*	Etats-Unis	<i>La croissance des bénéfices est forte mais le soutien apporté par les baisses d'impôts est déjà largement anticipé, les marges devraient se réduire à cause d'une augmentation des salaires et la hausse des taux devrait peser sur ce marché aux valorisations élevées. Nous restons légèrement sous-pondérés sur les USA au sein de portefeuilles actions globaux.</i>
	Europe	<i>Les bénéfices des entreprises resteront soutenus par la reprise économique mondiale mais leur croissance sera plus lente. Une croissance moins robuste et l'incertitude entourant le Brexit entretiendront la nervosité des marchés.</i>
	Zone euro	<i>Même si la croissance des bénéfices des entreprises ralentit, nous restons neutres, car la récente faiblesse de l'euro devrait réduire la pression sur les multinationales, tandis que la remontée mondiale des taux soutiendra les valeurs financières, principal secteur des indices européens.</i>
	Royaume-Uni	<i>Nous restons prudents à l'égard des actions britanniques compte tenu du ralentissement économique en cours et d'incertitudes persistantes concernant le Brexit.</i>
	Suisse	<i>Bien que la dépréciation du franc soit une bonne nouvelle pour les multinationales, les prévisions des bénéfices ont été revues à la baisse ces derniers mois. Dans ce contexte, nous restons neutres.</i>
	Japon	<i>Malgré certaines pressions à court terme (tensions commerciales, risques politiques), les sociétés japonaises bénéficient d'une croissance supérieure au rythme potentiel, d'une politique monétaire ultra-accommodante, de valorisations raisonnables et de réformes structurelles ayant permis d'améliorer la gouvernance et la rentabilité des entreprises. Nous restons haussiers.</i>
	Pays émergents	<i>Malgré une croissance encore robuste des revenus, une amélioration de la rentabilité et une hausse des prix pétroliers (favorable aux producteurs de matières premières), de nombreuses sources de pression (craintes de ralentissement en Chine, hausse des taux US, remontée des rendements mondiaux, tensions commerciales, appréciation du dollar) nous incitent à rester neutres.</i>
OBLIGATIONS*	Souveraines	<i>Les taux longs américains seront soutenus par l'impact de la réforme fiscale sur la croissance, l'inflation et les émissions obligataires.</i>
	Maturités**	<i>Les maturités courtes devraient être privilégiées, car les taux continuent d'augmenter.</i>
	Indexées	<i>Les signes de pressions inflationnistes sont de bon augure pour les obligations indexées.</i>
	Investment Grade	<i>Aux USA, nous déconseillons de prendre plus de risques, car un fort endettement des entreprises et un durcissement des conditions de financement accroîtront les risques de défaut. Dans ce contexte, nous conseillons encore de préférer les obligations de qualité supérieure à celles à haut rendement.</i>
	Haut rendement	<i>Dans la zone euro, les obligations à haut rendement continueront de surperformer les obligations de qualité supérieure en 2018.</i>
	Émergentes (en € et \$)	<i>La dette émergente est affectée par la vigueur de la croissance aux Etats-Unis mais la classe d'actifs bénéficiera des réformes entreprises dans différents pays.</i>
DEVISES	EUR/USD	<i>L'euro devrait s'affaiblir à court terme, mais nous restons haussiers à plus long terme.</i>
	GBP/USD	<i>Le sterling reste fragilisé par la situation politique, un ralentissement économique et un large déficit courant.</i>
	EUR/GBP	<i>Nous prévoyons une appréciation graduelle de l'euro, notamment grâce au différentiel de croissance.</i>
	USD/JPY	<i>L'écart de rendement soutient le dollar pour l'instant, mais le yen devrait devenir moins sous-évalué.</i>
	EUR/CHF	<i>Le franc suisse devrait poursuivre sa tendance baissière, car il reste fortement surévalué et les taux d'intérêt devraient demeurer négatifs.</i>
	Devises émergentes	<i>La vigueur du dollar est source de pression, mais des fondamentaux solides et des rendements attractifs devraient sensiblement réduire son impact négatif.</i>
ALTERNAT.	Hedge funds	<i>Nous sommes globalement neutres avec une nette préférence pour les fonds Merger Arbitrage et Market Neutral, compte tenu du boom des OPA déclenché par la réforme fiscale et du regain de volatilité.</i>
	Or (once)	<i>La crainte d'une guerre commerciale, les tensions au Moyen Orient et la volatilité sur les marchés financiers pourraient soutenir l'or. Malgré des pressions, le métal précieux demeure un bon outil de diversification, car son statut de valeur refuge contribue à réduire les pertes potentielles et la volatilité des portefeuilles.</i>
	Pétrole	<i>Malgré son récent rebond, le prix du baril de Brent devrait revenir vers 65\$ d'ici la fin de l'année, l'offre progressant plus vite que la demande.</i>

Source : SG Private Banking, 4 mai 2018, Devise forte = dollar & euro, *Vues relatives exprimées en devises locales, ** Duration : courte = 3-5 ans, intermédiaire = 5-7 ans, longue = 7-10 ans

Focus économique



Un passage à vide, mais de quelle durée ?

- Après une phase d'accélération en 2017, la croissance ralentit depuis le début de l'année.
- La courbe de rendements américaine devrait encore se pentifier, les mesures fiscales stimulant l'activité aux USA.
- En Europe, les enquêtes de confiance laissent entrevoir de fortes dépenses d'équipement cette année.
- En conclusion, le passage à vide du premier trimestre ne devrait pas remettre en question la reprise en cours.

Depuis le début de l'année, les enquêtes de confiance auprès des ménages et des chefs d'entreprise suggèrent un ralentissement de l'activité après une nette accélération en 2018. En effet, ces dernières semaines, plusieurs pays ont publié des chiffres de croissance inférieurs aux attentes pour le premier trimestre. *S'agit-il d'une « pause rafraîchissante » ou du signe annonciateur d'une récession imminente ?*

Certaines économies sont en perte de vitesse

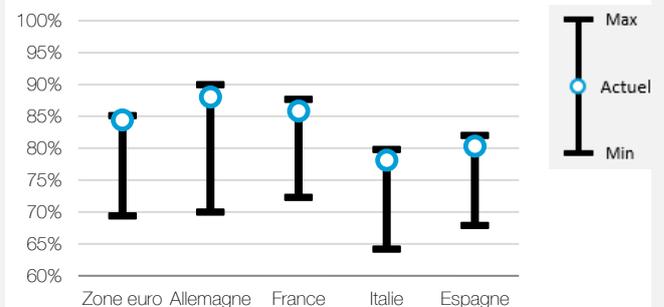
- Tout d'abord, n'oublions pas que la confiance avait atteint des plus hauts insoutenables fin 2017, comme indiqué dans notre dernier trimestriel. Un retour à des niveaux moins excessifs n'aurait dû surprendre personne.
- Cela étant, le président de la Banque Centrale Européenne (BCE) Mario Draghi a souligné *une « perte de vitesse globalement généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs »* lors de sa récente conférence de presse.
- La faiblesse observée dans certains pays développés (notamment aux USA et au Royaume-Uni, où des tempêtes de neige ont perturbé la production, ainsi qu'en France) n'a pas été uniforme et s'est accompagnée d'un regain de dynamisme dans certaines économies émergentes. Dans l'Occident, il y a eu des lueurs d'espoir (l'Espagne, par exemple, a affiché une croissance de 0,7% en glissement trimestriel, un niveau stable par rapport au second semestre 2017), tandis que la Chine a de nouveau déjoué les pronostics d'un ralentissement, avec une croissance de 6,8% en glissement annuel au premier trimestre.

Mais on constate des signes de reprise

- Dans la zone euro, *l'activité s'est stabilisée* ces dernières semaines. La détérioration de la confiance des chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier a été moins forte qu'attendue en avril, avec une légère dégradation du sentiment en Allemagne et une légère amélioration en France. Aux USA, le moral reste bon : l'enquête ISM a reculé à 57,3, tandis que les indices PMI ont augmenté à 56,5, dans les deux cas bien au-dessus des 50 points qui marquent une expansion économique.

Le rapport de la Commission européenne sur le sentiment économique pour le mois d'avril s'est également voulu encourageant. Dans la zone euro, la confiance dans l'industrie s'est inscrite en hausse grâce à l'amélioration des perspectives de production, de même que la confiance des ménages, reflétant l'espoir d'une baisse du chômage. Sous l'effet d'un regain d'activité l'an dernier, le taux d'utilisation des capacités de production a flirté avec ses plus hauts (cf. graphique), ce qui pourrait entraver la croissance cette année. En réaction, *les producteurs prévoient d'intensifier leurs investissements*. D'après le rapport, les investissements réels en 2018 devraient croître de 7%, contre 4% annoncés dans le précédent rapport publié à l'automne dernier.

La capacité du secteur manufacturier flirte avec ses plus hauts
Utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière



Sources : SGPB, Commission européenne, avril 2018.

- L'aplatissement de la courbe des taux américains, c'est-à-dire la différence entre les taux à 2 ans et 10 ans, est également source de préoccupations pour les investisseurs. Rappelons que, si les récentes récessions américaines ont toutes été précédées d'une inversion de la courbe des taux, toutes les inversions n'ont pas nécessairement abouti à une récession. *Nous continuons de tabler sur de nouvelles hausses des taux US*, et par là même une nouvelle pentification de la courbe. Les baisses d'impôts étant appelées à stimuler l'activité cette année, l'inévitable récession américaine n'est pas encore d'actualité.
- En conclusion, *il est donc peu probable que le passage à vide du premier trimestre perturbe la croissance mondiale*.

Obligations



Des rendements américains en hausse

- Les rendements américains devraient augmenter, mais seulement par paliers.
- Les obligations indexées sur l'inflation restent un bon outil de diversification.
- L'élargissement des écarts de rendement (« spreads ») des obligations d'entreprise devrait rester limité.
- Nous privilégions encore les maturités courtes.

Taux

Vers une hausse des taux d'intérêt américain.

- **Etats-Unis.** Le rendement des obligations d'Etat à 10 ans a franchi la barre des 3% pour la première fois depuis 2014. Même si la tendance haussière pourrait se poursuivre, la remontée graduelle de l'inflation devrait inciter la Réserve fédérale américaine (Fed) à rester prudente. Nous tablons sur deux nouvelles hausses des taux en 2018, la baisse de l'impôt sur les sociétés se répercutant déjà sur la croissance et l'inflation. La courbe des taux (mesurant l'écart entre les taux à 2 ans et 10 ans) s'est aplatie, mais ne devrait pas s'inverser (ce qui annonce souvent un ralentissement économique). Malgré la récente hausse, les points morts d'inflation restent bien inférieurs à leur moyenne de long terme et nous estimons que le marché reste trop confiant. La courbe des taux étant relativement plate, il est judicieux de privilégier les maturités courtes.
- **Zone euro.** Dans le sillage de leurs homologues US, les rendements des obligations d'Etat du noyau dur ont augmenté pour s'établir dans une fourchette de fluctuation plus élevée. Selon nous, le marché européen reste largement surévalué et les risques de taux sont importants, les achats d'actifs par la BCE étant voués à diminuer. Les obligations des pays périphériques restent attractives dans la mesure où ces économies s'améliorent, les conditions de crédit s'assouplissent et des relèvements de notation sont attendus. Mais nous ne prévoyons pas de remontée des taux directeurs avant 2019, l'inflation sous-jacente restant obstinément faible sous 0,7%. Nous n'anticipons qu'une hausse progressive de l'inflation et restons exposés aux obligations indexées.
- **Royaume-Uni.** Bien que tirés vers le haut par l'augmentation des rendements mondiaux, le potentiel de hausse des taux britanniques sera freiné par une baisse de l'inflation et un ralentissement de la croissance à long terme.

Crédit

Le léger élargissement des spreads, une preuve de résistance

- **Etats-Unis.** Les « spreads » des obligations d'entreprises se sont éloignés de leurs plus bas de février après la publication d'indicateurs robustes et de bons résultats pour le premier trimestre. Nous continuons de préférer les obligations de qualité supérieure (« Investment Grade ») à celles à haut rendement, ces dernières étant susceptibles de pâtir de la hausse des taux et de la plus grande volatilité des marchés actions. Nous privilégions également les obligations à taux variables qui permettent de se prémunir contre une hausse des taux et contribuent à réduire la durée des portefeuilles.
- **Zone euro.** Le crédit européen continue de bénéficier d'une croissance soutenue, des achats d'actifs de la BCE et d'un portage attrayant. Les sociétés ont consenti de nouveaux efforts pour réduire leur endettement et améliorer les ratios de couverture des intérêts. Le programme d'achat d'actifs de la BCE restera un soutien ces prochains mois, puisqu'il ne devrait s'arrêter que fin 2018. Nous préférons les obligations d'entreprise hybrides, la dette subordonnée émise par des établissements financiers et certaines obligations à taux variable offrant un meilleur portage. En 2018, les obligations à haut rendement devraient surperformer les « Investment Grade », les « spreads » étroits accroissant leur sensibilité à la hausse des taux.
- **Dette émergente.** La hausse des taux US et la vigueur du dollar ont fortement pesé sur la dette émergente. Cette situation risquant de durer à court terme, les investisseurs devraient se préparer à un accès de volatilité. Cependant, de nombreux pays émergents affichent de meilleurs fondamentaux et la réduction des achats d'actifs ne devrait pas semer le chaos comme en 2013. La dette émergente reste attrayante mais mieux vaudrait éviter les émetteurs fragiles ou tributaires d'afflux de capitaux en dollars.



Sources : SGPB, Bloomberg (01/05/2018). 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



Pas grand-chose à se mettre sous la dent

- Malgré les tensions commerciales, les risques géopolitiques et les craintes d'un durcissement de la réglementation dans les secteurs américains des technologies et de l'Internet, les actions mondiales se sont redressées depuis fin mars et la volatilité diminue.
- Les marchés actions mondiaux ont peu progressé depuis début 2018. Ils devraient rester volatils à court terme, la hausse de l'inflation et des taux aux USA faisant craindre pour la viabilité de l'expansion économique mondiale.
- La croissance mondiale se poursuivra à un rythme plus lent (mais soutenu) ces prochains mois. Les bénéfices des entreprises devraient ainsi continuer d'augmenter et le resserrement des politiques monétaires restera très progressif.

Rester neutre sur les actions mondiales

Les actions européennes devraient reprendre leur souffle grâce au récent affaiblissement de l'euro

• **Zone euro.** Les prévisions de croissance des bénéfices par action (BPA) ont été revues à la baisse après une forte appréciation de l'euro l'an dernier et une dégradation de la confiance des chefs d'entreprise ces derniers mois. La croissance des bénéfices s'annonce moins forte en zone euro que dans les autres régions. Le consensus IBES table sur +6,9% pour les membres de l'indice EuroStoxx cette année après un bond de 14,4% en 2017. Malgré le ralentissement économique au premier trimestre, la demande demeure robuste dans la zone euro et la croissance reste supérieure à son potentiel. Une inflation modérée incitera la BCE à maintenir une politique très accommodante ces prochains trimestres, garantissant aux sociétés un financement aisé. Le récent accès de faiblesse de l'euro devrait également réduire la pression sur les multinationales, tandis que l'envolée du pétrole sera favorable aux secteurs liés aux matières premières et la hausse des taux mondiaux soutiendra les valeurs financières, principal secteur des indices européens. En bref, nous restons neutres sur la zone euro.

• **Royaume-Uni.** Les actions britanniques sont reparties à la hausse depuis fin mars, profitant de la faiblesse de la livre sterling et de la hausse des prix pétroliers, ce qui a stimulé les secteurs liés aux matières premières. Il faudra toutefois manier les actions britanniques avec prudence compte tenu du ralentissement économique actuel et des doutes persistants qui entourent le Brexit.

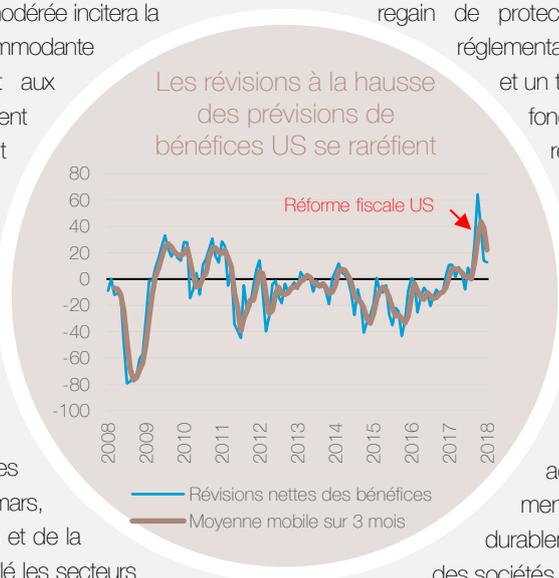
• **Suisse.** Après une forte hausse l'année dernière, les prévisions de bénéfices des entreprises ont été revues à la baisse ces derniers mois et la dynamique des cours s'est essouffée. Même si le franc faible est favorable aux multinationales, le marché suisse ne bénéficiera pas pleinement de la croissance économique mondiale compte tenu de sa forte exposition aux valeurs défensives. En bref, nous restons neutres.

Grâce à la réforme fiscale, des bénéfices américains solides déjà largement anticipés

• **USA.** Bien que les sociétés du S&P 500 aient jusqu'ici annoncé une forte croissance des BPA au premier trimestre (23,3% en glissement annuel, soit 7,2% de plus que prévu), le marché US sous-performe ses homologues depuis fin mars. En effet, ces bons résultats étaient déjà anticipés dans les cours boursiers, les marges pâtiront de pressions salariales et le financement deviendra moins aisé avec la hausse des taux américains. En outre, malgré le repli des cours, le marché reste le plus cher parmi ses homologues. Enfin, les investisseurs redoutent un regain de protectionnisme, un durcissement de la réglementation de l'Internet et des technologies, et un tassement de la conjoncture au T1 sur fond de hausse des taux. En bref, nous restons légèrement sous-pondérés sur les USA dans un portefeuille d'actions mondiales.

• **Japon.** Malgré des pressions à court terme, les sociétés nippones bénéficient d'un contexte porteur : une croissance solide et une inflation modérée favoriseront le maintien d'une politique monétaire très accommodante. De plus, les réformes menées par Abe ont permis d'améliorer durablement la gouvernance et la rentabilité des sociétés. Nous restons positifs.

• **Marchés émergents.** Après une bonne année 2017, les bénéfices des entreprises devraient croître à un rythme plus lent (mais toujours soutenu) cette année. Par ailleurs, les marges et les rendements sur fonds propres se sont améliorés depuis mi-2016 et les valorisations restent attractives. Enfin, la hausse du pétrole a soutenu les producteurs de matières premières. Cependant, les obstacles restent nombreux dans le monde émergent (possible ralentissement en Chine, hausse des taux US, remontée des rendements mondiaux, guerre commerciale et vigueur du dollar), justifiant un positionnement neutre.



Devises

Un élan temporaire insufflé au dollar

- Le dollar bénéficiera de la hausse des rendements à court terme. Nous restons toutefois baissiers à plus long terme.
- Malgré les chiffres décevants de la croissance dans la zone euro, nous restons haussiers sur l'euro.
- Nous restons neutres sur la livre sterling malgré des risques encore baissiers.
- Des rendements élevés et de solides fondamentaux économiques devraient protéger les devises émergentes de la vigueur du dollar.

Raffermisssement du dollar

L'écart de rendement repart à la hausse

- **Euro : des facteurs de soutien structurels.** Divers facteurs ont poussé l'euro à la baisse face au dollar. Tout d'abord, les récents indices de confiance et d'activité dans la zone euro ont été inférieurs aux attentes. Ensuite, la politique de la BCE reste très accommodante sans que l'on sache quand les achats d'actifs pourraient prendre fin. Des facteurs cycliques continueront de soutenir le dollar à court terme. Par conséquent, l'EUR/USD pourrait reculer à des niveaux inférieurs à 1,20. Des facteurs de soutien structurels nous encourageons toutefois à rester positifs sur l'euro, en visant un niveau de 1,30 dans un an.
- **Dollar : rebond cyclique.** Les rendements américains ont été poussés à la hausse par les pressions salariales et l'activité économique reste soutenue, malgré un passage à vide au T1. Si le renforcement des anticipations de hausse des taux américains est favorable au dollar, on observe toutefois des freins. Les baisses d'impôts aggraveront le déficit budgétaire et stimuleront les importations, amplifiant ainsi les déficits extérieurs. Le dollar devrait céder du terrain face à l'euro à plus long terme, corrigeant ainsi sa surévaluation.
- **Livre sterling : en proie à des difficultés.** En 2017, la livre sterling a bénéficié d'un dollar affaibli et de la résilience économique, au point qu'elle était revenue début 2018 aux niveaux antérieurs à la victoire du Brexit. Elle reste toutefois sous pression. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance à court et moyen termes, tandis que l'inflation en baisse pourrait repousser la prochaine remontée des taux. Malgré les difficultés observées, nous restons neutres. La livre sterling est légèrement sous-évaluée et la Banque d'Angleterre prévoit encore de normaliser sa politique monétaire.

Des devises émergentes résistantes

Les devises émergentes devraient bénéficier de rendements élevés et d'un dollar affaibli

- **Franc suisse : orientation à la baisse.** Avec le retour de l'appétit pour le risque, le franc s'est déprécié. Bien évidemment, un accès de volatilité pourrait le stimuler à court terme. Cependant, des hausses de taux sont peu vraisemblables prochainement, la devise restant fortement surévaluée. Le franc suisse devrait ainsi pouvoir se déprécier progressivement. C'est pourquoi nous révisons notre prévision à un an pour l'EUR/CHF à 1,25.
- **Yen : en situation de faiblesse pour le moment.** Après une période d'appréciation rapide, le yen s'est encore affaibli en avril, un écart de rendement plus large permettant au dollar de surperformer. Le renouvellement du mandat de M. Kuroda laisse entrevoir la poursuite d'une politique très accommodante. Cependant, une croissance robuste et des pressions salariales accrues ont entraîné une légère hausse de l'inflation. Cette augmentation devrait soutenir le yen, dès que les marchés commencent à anticiper un changement de cap monétaire. Nous restons neutres sur le yen à court terme, mais estimons qu'il s'appréciera plus tard cette année. Nous visons 105 dans un an.
- **Devises émergentes : ne rien lâcher.** Les devises émergentes rencontrent des difficultés, la hausse des taux américains contribuant à renforcer le dollar. Cependant, la remontée des prix des matières premières est une aubaine pour les devises liées à leur production. Nous estimons que les devises émergentes dans leur ensemble devraient résister à une appréciation du dollar grâce à des fondamentaux robustes et à un écart de rendement attrayant. Des politiques monétaires prudentes visant à établir un équilibre entre les risques de compétitivité extérieure et d'inflation sont désormais indispensables. Dans la mesure où la remontée du dollar devrait être éphémère, les devises émergentes offrant un portage élevé devraient continuer de bien performer.



Sources : SGPB, Bloomberg (30/04/2018). 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.

Produits alternatifs



Inversions de tendance

- Malgré la récente remontée, le prix du baril de Brent devrait reculer vers 65 \$ d'ici à la fin de l'année, l'offre progressant plus rapidement que la demande.
- Le regain de volatilité est favorable aux stratégies Market Neutral, tandis que l'essor des OPA soutient les fonds Merger Arbitrage.
- Compte tenu du resserrement des écarts de rendement (« spreads »), peu d'opportunités se présentent aux gérants Credit, tandis que les tendances qui apparaissent en début de cycle semblent prometteuses pour les CTA.

Matières premières

Des ruptures d'approvisionnement au Venezuela et les quotas de production réduisent l'offre depuis début 2018

- **Pétrole.** Les tensions géopolitiques et une forte demande ont fait grimper le prix du baril de Brent à 75 \$. Les chiffres communiqués récemment par l'Agence internationale de l'énergie (AIE) laissent entrevoir une demande au T1 supérieure aux attentes pour l'OCDE, mais inférieure ailleurs. L'agence prévoit encore que la demande mondiale augmentera de 1,5 million de barils par jour (mb/jr) cette année. Un hiver rigoureux a soutenu la consommation américaine et les baisses d'impôts devraient stimuler les exportations de pétrole. Pendant ce temps, la production de l'OPEP a diminué en mars en raison des ruptures d'approvisionnement au Venezuela et au Moyen-Orient, et du plus grand respect des quotas. Les pays non membres de l'OPEP devraient accroître la production mondiale de 1,8 mb/jr cette année. Cette hausse sera assurée pour l'essentiel par le pétrole de schiste américain (1,3 mb/jr), après de larges investissements et l'amélioration des techniques de forage. Malgré le récent rebond, le baril de Brent devrait revenir vers 65\$ d'ici à la fin de l'année, l'offre progressant plus vite que la demande.

- **Or : une évolution liée au dollar.** Malgré des tensions géopolitiques, l'once d'or s'est stabilisée entre 1 300 \$ et 1 360 \$ depuis le début de l'année. Le récent rebond du dollar a poussé les prix vers le bas de cette fourchette. Les ETF aurifères ont enregistré \$1,3 milliard de souscriptions au T1. L'Asie et l'Europe ont subi des sorties de capitaux, mais l'Amérique du Nord a vu d'achats significatifs. Les craintes d'une guerre commerciale, les tensions au Moyen-Orient et la volatilité des marchés financiers pourraient soutenir le cours de l'or. Malgré certains freins (vigueur du dollar, hausse des rendements obligataires, inflation modérée), nous considérons toujours l'or comme un bon outil de diversification, son statut de valeur refuge contribuant à atténuer les pertes et à réduire la volatilité au sein des portefeuilles.



Hedge funds

A moins d'une hausse des défauts, les opportunités se feront rares pour les fonds Distressed Debt

- **Fonds Long/Short Equity.** Grâce à des facteurs de soutien, la majorité des fonds actifs surperforment les indices de référence. Mais jusqu'ici, la réaction des marchés aux bons résultats publiés pour le T1 a été modérée, justifiant la position neutre des fonds Equity Long/Short. Les fonds Market Neutral (qui visent une faible sensibilité aux changements directionnels) semblent attrayants, le besoin d'effet de levier s'amointrissant sous l'effet du regain de volatilité.
- **Fonds Event Driven.** Le contexte reste favorable aux fonds Special Situations, les baisses d'impôts aux USA stimulant les OPA avec \$1700 milliards de transactions depuis le début de l'année, un niveau inégalé depuis 2007. Par ailleurs, les « spreads » se sont élargis (grâce à la hausse de la volatilité et à la logique contestable de certaines opérations), contribuant ainsi à offrir de meilleures opportunités aux fonds Merger Arbitrage.
 - **Fonds Credit/Distressed Debt.** Les marchés actions ayant commencé à se remettre du récent mouvement de vente, les « spreads » des obligations à haut rendement se sont encore légèrement resserrés, mais le potentiel de performance reste limité. Et à moins d'une hausse des défauts, les opportunités se feront rares pour les fonds Distressed Debt.
- **Fonds Global Macro/CTA.** Ces dernières semaines, un certain nombre de tendances se sont fait jour (remontée du dollar et des actions européennes), et les fonds CTA ont commencé à prendre de nouvelles positions, après avoir réduit leur endettement en mars et début avril. Ces nouvelles tendances ayant encore de beaux jours devant elles, les fonds devraient se montrer plus neutres. Les gérants Global Macro prendront davantage de temps pour se repositionner, laissant aux investisseurs le soin d'identifier de meilleures opportunités ailleurs.

Sources : SGPB, Bloomberg (31/03/2018). 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.

Avertissements importants

Société Générale Private Banking (« SGPB ») est la ligne métier du Groupe Société Générale S.A. 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 la marque « Société Générale Private Banking », et distributeurs du présent document.

Objet du document

Ce document est établi par des experts de Groupe Société Générale S.A. 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 cet investissement est envisageable sur votre territoire et s'il 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 SGPB. 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 SGPB 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 SG 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.

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

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

Par ailleurs, Société Générale peut émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'a 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 SGPB peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité SGPB 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. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil juridique, fiscal ou comptable.

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 compétents pour ces classes d'actifs. 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 compétent pour 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. L'investisseur potentiel devrait également s'appuyer sur des conseils fiscaux indépendants (si nécessaire).

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 Prudential et de Résolution, sise 61, rue Taitbout, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE), et 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 1.009.380.011,25 EUR au 31 mars 2016, 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/>.

Les Bahamas : Le présent document a été distribué aux Bahamas par Société Générale Private Banking (Bahamas) Ltd, dûment autorisée et régie par la « Securities Commission of the Bahamas », à ses clients privés, et n'a pas vocation à être distribué à des personnes ou entités désignées comme des citoyens bahamiens ou des résidents des Bahamas en vertu de la réglementation des changes en vigueur (« Exchange Control Regulations, 1956 ») aux Bahamas. Ce document n'est pas et n'a pas vocation, en aucune circonstance, à être interprété comme un acte de distribution de tout produit financier aux Bahamas. Ni la « Securities Commission of the Bahamas » ni aucune autorité similaire aux Bahamas, n'a revu ce document ni l'intérêt des produits financiers décrits, et aucune garantie n'est fournie à ce sujet.

Belgique : Le présent document a été distribué en Belgique par Société Générale Private Banking SA, établissement de crédit belge de droit belge, contrôlé et supervisé par la Banque nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA) et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE). Société Générale Private Banking SA est enregistrée auprès de la FSMA en tant que courtier d'assurances sous le numéro 61033A. Société Générale Private Banking SA a son siège social situé Kortrijksesteenweg 302, 9000 Gand, et est enregistrée au RPM de Gand sous le numéro TVA BE 0415.835.337. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.be.

Dubai : Le présent document a été distribué par Société Générale, DIFC Branch. Les produits ou services financiers ne sont disponibles que pour les clients ayant signé une convention client avec SG DIFC et répondant à la qualification de clients professionnels, avec des actifs liquides de plus d'un million de dollars, et qui ont une expérience et une compréhension suffisantes pour agir sur les marchés financiers concernés conformément aux règles de la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Société Générale, DIFC Branch, est dûment autorisée et régulée par la DFSA aux fins de fournir des services de conseil et d'arrangement. Société Générale, DIFC Branch, n'offre pas certains des produits et/ou services (tels que la gestion sous mandat, la gestion conseil ou le service Prime Market Access), mais les clients de la succursale peuvent le cas échéant accéder à ces produits et/ou services auprès de leur entité Société Générale Private Banking teneur de compte. La DFSA n'a ni revu ni approuvé le présent document. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ae

Luxembourg : Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank and 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, CP 5022, CH-1211 Genève 11. 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.

Royaume Uni : Le présent document a été distribué au Royaume Uni par SG Hambros Bank Limited, dont le siège social est situé 8 St. James's Square, Londres SW1Y 4JU (« SGPB Hambros »). SGPB Hambros est autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document au Royaume-Uni peut être restreinte par la loi. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

Jersey : Le présent document a été distribué à Jersey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited (« SGH CI Limited »), dont le siège social est situé PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la Jersey Financial Services Commission (« JFSC »). SGH CI Limited est autorisé par la JFSC pour la réalisation d'activités d'investissement.

Guernesey : Le présent document a été distribué sur ou depuis le Baillage de Guernesey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernsey Branch, dont la principale adresse à Guernesey est PO Box 6, Hambros House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3AE. SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernsey Branch est autorisée par la loi Banking Supervision (Bailiwick of Guernsey) Law, 1994, et par la loi Protection of Investors (Bailiwick of Guernsey) Law, 1987.

Gibraltar : Le présent document a été distribué à Gibraltar par SG Hambros Bank (Gibraltar) Limited, dont le siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar (« SG Hambros Gibraltar »). SG Hambros Gibraltar est autorisée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document peut être restreinte par la loi à Gibraltar. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

Société Générale Private Banking Hambros fait partie de la ligne métier dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale, à savoir « Société Générale Private Banking ». Société Générale banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 61, rue Taitbout, 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 www.privatebanking.societegenerale.com/hambros

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

© Copyright Groupe Société Générale 2016. 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 sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.