

# Notre point de vue mensuel



## Le ciel reste sombre

Après un passage à vide au premier trimestre, la croissance mondiale rebondit, tout en restant en recul comparé à l'an dernier. Les divergences régionales sont plus marquées. Alors que les baisses d'impôts ont insufflé un nouvel élan aux USA, la zone euro peine à tourner à pleine capacité, même si la croissance devrait rester supérieure à son potentiel. Au Royaume-Uni, les incertitudes entourant le Brexit limitent les investissements des entreprises et la consommation privée. Enfin, dans le monde émergent, la Chine contribue encore fortement à l'activité mondiale.

Parallèlement, le recul du chômage et la hausse des prix de l'énergie alimentent les pressions inflationnistes. Elles sont particulièrement manifestes aux Etats-Unis, même si les récentes statistiques de prix en Allemagne ont dépassé les attentes. Au Royaume-Uni, la vigueur de la livre sterling ces derniers trimestres a atténué les pressions sur les prix des produits importés et l'inflation a reculé. Même si les taux d'inflation dans les pays émergents ont convergé vers ceux des économies développées et se situent désormais à des plus bas depuis plusieurs décennies, cette convergence masque une forte disparité entre pays.

Bien que le consensus prévoit deux nouvelles remontées des taux aux Etats-Unis cette année, une troisième reste une possibilité réelle, compte tenu du potentiel inflationniste des baisses d'impôts procycliques. L'agitation politique observée récemment en Italie pourrait vraisemblablement alimenter le climat d'incertitude, ce qui pourrait retarder le projet de la BCE de réduire progressivement ses achats d'actifs. La Banque d'Angleterre a tiré profit de la baisse de l'inflation vers son objectif pour mettre en veille les projets de hausse des taux. Et le récent recul de l'inflation au Japon donne à penser que la Banque du Japon continuera de faire preuve de patience.

Face à ces forces contrastées, nous sommes globalement neutres sur les actifs risqués. La vigueur de la croissance, malgré un léger tassement, est un important facteur de soutien pour la qualité de crédit des entreprises et leurs bénéficiaires. Par ailleurs, l'évocation de guerres commerciales, la coalition eurosceptique en Italie, le durcissement des conditions de financement en dollar et les troubles qui agitent l'Argentine et la Turquie sont autant de facteurs qui invitent à la prudence. Dans ce contexte, il semble judicieux de s'exposer à des sources de rendement décorréées, comme les hedge funds, pour améliorer la diversification des portefeuilles.

*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.

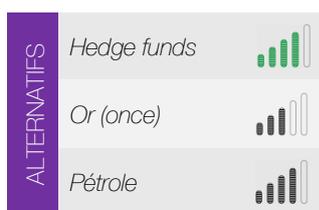
Nous vous présentons ici les résultats de notre [méthode d'investissement « VaMoS »](#). A partir de signaux portant sur les indicateurs économiques, les valorisations, le momentum et le sentiment de marché, nous affinons nos vues concernant les différentes classes d'actifs pour la période à venir. Les 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**



Source : SG Private Banking, 08/06/2018, \* Maturité : courte = 3 à 5 ans, intermédiaire = 5 à 7 ans, longue = 7 à 10 ans. Haut rendement : instruments de crédit offrant un meilleur rendement mais aussi plus de risques, Obligations Investment Grade = obligations de qualité supérieure mais à plus faible rendement.

## En d'autres termes

ACTIONS*	Etats-Unis	<i>La réforme fiscale favorisera des rachats d'actions cette année et se traduira par une croissance plus robuste des bénéfices. Pour autant, les hausses des taux demeureront graduelles. Les secteurs pétroliers et informatiques seront soutenus par des pressions inflationnistes et une atténuation des craintes de rigueur réglementaire respectivement. Nous relevons les actions américaines à neutre, dans un but tactique.</i>
	Europe	<i>Une croissance plus lente des bénéfices et l'émergence de risques politiques (Brexit, Italie) pourraient inquiéter les investisseurs et limiter le potentiel de hausse.</i>
	Zone euro	<i>Malgré une croissance plus timide des bénéfices, nous restons neutres car la récente dépréciation de l'euro devrait se traduire par une révision à la hausse des bénéfices, tandis que les fondamentaux des entreprises restent solides (amélioration des marges et des rendements sur fonds propres, baisse de l'endettement au cours de la décennie passée).</i>
	Royaume-Uni	<i>Nous restons prudents à l'égard des actions britanniques, tablant sur un essoufflement du rebond du pétrole, une nouvelle détérioration de la situation économique et des incertitudes persistantes concernant le Brexit ces prochains mois.</i>
	Suisse	<i>Des valorisations élevées et un tassement de la croissance des bénéfices devraient peser ce marché. Toutefois, nous restons neutres compte tenu de sa forte exposition aux valeurs défensives de qualité supérieure.</i>
	Japon	<i>Bien que les risques politiques se soient atténués au Japon, le ralentissement de la croissance du commerce international et les tensions commerciales auront des effets négatifs. La révision à la baisse des prévisions de bénéfices ces derniers mois nous inciteront à adopter un positionnement neutre.</i>
	Pays émergents	<i>Malgré une croissance plus lente (mais encore élevée) des bénéfices, une amélioration de la rentabilité et une hausse des prix pétroliers qui profite aux producteurs de matières premières, les facteurs baissiers restent nombreux (hausses des taux US, augmentation des rendements mondiaux, tensions commerciales, appréciation du dollar), ce qui nous incite à être neutres.</i>
OBLIGATIONS*	Souveraines	<i>De nouvelles hausses des taux US et une réduction des réinvestissements par la Fed laissent les taux longs sous pression haussière.</i>
	Maturités**	<i>Nous continuons de privilégier les maturités courtes, car elles sont moins sensibles à la hausse de l'inflation et des taux.</i>
	Indexées	<i>Le recul du chômage devrait générer des pressions salariales et nous prévoyons un renforcement des prévisions d'inflation à long terme.</i>
	Investment Grade	<i>Nous continuons de préférer les obligations Investment Grade américaines à celles à haut rendement, car ces dernières seront confrontées à une détérioration des bilans et des clauses plus souples.</i>
	Haut rendement	<i>Les obligations à haut rendement européennes bénéficient de bilans relativement robustes, mais l'Italie pèse sur les marchés du crédit.</i>
	Emergentes (en € et \$)	<i>La hausse des rendements américains, l'appréciation du dollar et la remontée des prix pétroliers sont de mauvaises nouvelles pour ce segment même s'il reste des opportunités par endroit.</i>
DEVISES	EUR/USD	<i>La crise italienne et la hausse des taux américains ont poussé le dollar vers ses plus hauts cycliques.</i>
	GBP/USD	<i>Nous sommes neutres sur le sterling compte tenu du ralentissement économique et de l'incertitude entourant le Brexit.</i>
	EUR/GBP	<i>Grâce à l'accélération de la croissance dans la zone euro, la monnaie unique devrait progresser contre le sterling.</i>
	USD/JPY	<i>La hausse des coûts de couverture et les rapatriements de capitaux étrangers pourraient soutenir le yen et nous restons neutres concernant la parité.</i>
	EUR/CHF	<i>A mesure que les craintes italiennes s'atténueront, l'intérêt pour les valeurs sûres comme le franc suisse s'estompera, le tirant encore plus bas.</i>
	Devises émergentes	<i>Les devises émergentes sont fragilisées par un dollar fort, une hausse des taux américains et des pressions inflationnistes liées au pétrole.</i>
ALTERNAT.	Hedge funds	<i>L'incertitude actuelle profite aux sources de rendements indépendantes, tels que les hedge funds qui constituent un bon outil de diversification des portefeuilles.</i>
	Or (once)	<i>La hausse du dollar sous l'impulsion des taux américains représente un facteur baissier pour l'or. Toutefois, le lingot conserve son statut de valeur sûre, ce qui contribue à limiter les pertes et réduire la volatilité des portefeuilles.</i>
	Pétrole	<i>Le retrait des Etats-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien, une forte demande et une réduction des stocks sont autant de facteurs qui ont propulsé le baril vers 80\$.</i>

Source : SG Private Banking, 8 juin 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



### Crise italienne : peu d'impact sur la croissance européenne

- Le climat d'incertitude politique pèsera sur la croissance italienne.
- Un dérapage budgétaire est largement redouté, mais les réformes ne verront pas toutes le jour.
- La notation souveraine de l'Italie pourrait être abaissée.
- Des écarts de taux face à l'Allemagne particulièrement volatils en Italie, moins instables ailleurs.

- Après des mois de négociation, le mouvement Cinq étoiles et la Ligue ont finalement convenu fin mai de former un gouvernement de coalition mené par Giuseppe Conte. Tandis que cette décision devrait permettre d'éviter de nouvelles élections à court terme, ce risque ne peut être exclu. En effet, les deux partis sont en désaccord sur la plupart des points, à l'exception de l'euroscépticisme.

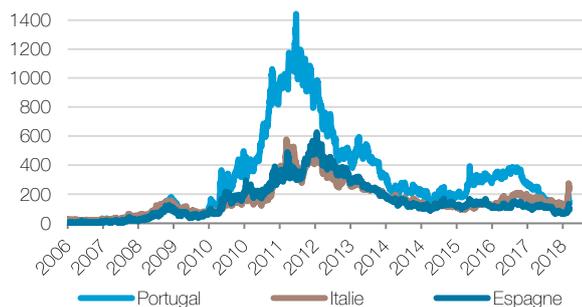
#### Des effets limités sur la croissance européenne

- S'il est probable que la crise italienne pèse sur la confiance, les effets sur la zone euro devraient être limités. D'après les prévisions de SGCI, la croissance du PIB en 2018 devrait s'élever à 1,7% en Italie et à 2,5% dans la zone euro. Par ailleurs, la contribution de l'Italie à la croissance européenne ne dépasse pas 0,2 point par an. Enfin, s'exprimant en amont du comité de politique monétaire de juin, l'économiste en chef de la BCE Peter Praet a déclaré qu'au vu de la croissance robuste dans la zone euro et des pressions salariales accrues la banque centrale est convaincue que l'inflation reviendra progressivement à son objectif.

#### Certaines promesses ne seront pas tenues

- D'après le quotidien Corriere della Sera, les promesses de campagne pourraient coûter plus de 100 milliards d'euros, aggravant le déficit public de 5,5% du PIB. Les marchés redoutent ce dérapage budgétaire, mais nous estimons que toutes les réformes promises ne verront pas le jour. De fait, l'Italie affiche le deuxième ratio Dette/PIB le plus élevé de la zone euro (derrière la Grèce) à 132%.

Retournement brutal des spreads italiens  
Écarts de taux à 10 ans avec l'Allemagne



Source: Bloomberg, 30/05/2018

#### La notation souveraine de l'Italie compromise

- Après un pic à 330 points de base (pb) en mai, l'écart entre les obligations d'Etat italiennes et allemandes à 10 ans est de retour à 250 pb, son niveau le plus élevé depuis 2013. Cet écart significatif reflète l'anticipation par les participants du marché d'un abaissement de la part des trois principales agences de notation. L'Italie est notée Baa2/négative (Moody's), BBB/stable (S&P) et BBB/stable (Fitch). Fitch sera la prochaine agence à réexaminer la notation le 31 août. Néanmoins, une action plus rapide qu'attendu ne peut être exclue, en particulier de la part de Moody's qui a récemment placé la notation sous surveillance. Dans le cas d'un abaissement d'un cran, l'Italie ne serait plus qu'à un cran de la catégorie spéculative (haut rendement). Dans ce contexte, il est peu probable que les écarts reviennent à leurs plus-bas annuels.
- La BCE continuera d'acheter de la dette italienne dans le cadre de son programme d'achats d'actifs tant que le pays sera encore noté en catégorie « Investment Grade » par au moins l'une des quatre agences reconnues par la banque centrale (Moody's, Standard & Poor's, Fitch et DBRS). Fin mai, la BCE détenait 17% de la dette italienne (345 milliards d'euros).

#### Des écarts de taux face à l'Allemagne particulièrement volatils en Italie, moins instables ailleurs

- L'écart entre les rendements des obligations d'Etat italiennes et allemandes à 10 ans devrait rester particulièrement instable et sensible aux palabres des marchés, par exemple lorsque l'économiste en chef de la BCE Peter Praet a employé un ton moins accommodant début juin. L'écart actuel est aujourd'hui sensiblement supérieur aux écarts équivalents pour l'Espagne (100 pb) et le Portugal (150 pb).
- Conclusion. La croissance européenne ne devrait pas pâtir de la crise italienne, grâce à des fondamentaux toujours solides. Les pics de volatilité pourraient offrir des points d'entrée tactiques pour les obligations italiennes à court terme, mais les autres émetteurs des pays périphériques semblent beaucoup moins risqués.

# Obligations

## Une hausse des taux est encore à craindre

- Les taux américains se stabilisent, mais ils devraient repartir à la hausse.
- La crise italienne devrait limiter la progression des rendements obligataires dans le noyau dur de la zone euro.
- Des fondamentaux satisfaisants limiteront l'élargissement des spreads des obligations d'entreprise.
- Nous continuons de préférer les maturités courtes et les obligations à taux variables (FRN).

## Taux

## Crédit

Les taux américains marquent une pause, pour l'instant

Divergence entre les spreads américains et européens

• **Etats-Unis.** S'il est probable que des facteurs externes incitent la Réserve fédérale américaine (Fed) à marquer une pause après avoir relevé les taux en juin, les pressions salariales liées à un taux de chômage bas pourraient très vraisemblablement aboutir à deux nouvelles hausses des taux avant la fin de l'année. La Fed évitera toutefois d'agir de manière trop agressive, puisqu'une inversion de la courbe des taux (l'écart entre les rendements à 2 ans et 10 ans) serait considérée comme le signe précurseur d'une récession. Nous prévoyons une courbe plate, mais pas d'inversion. Les points morts d'inflation pourraient encore s'inscrire en hausse si les pressions sur les prix dépassent les attentes. Cet aplatissement de la courbe nous incite à privilégier les maturités courtes.

• **Zone euro.** L'instabilité politique en Italie a provoqué une fuite vers les valeurs sûres sur les marchés obligataires, mais rien de comparable avec la crise de la dette survenue en 2011-12, les effets de contagion ayant été limités. Des incertitudes persistantes empêcheront les spreads de revenir à leurs plus-bas de début 2018. Le rendement des obligations d'Etat allemandes devrait rester faible tant que la lente hausse de l'inflation encouragera la BCE à rester vigilante. Nous sommes toujours convaincus que la BCE supprimera le programme d'achat d'actifs avant fin 2018.

Contraction du spread entre les rendements 10 ans des Etats-Unis et de la zone euro



• **Etats-Unis.** Les spreads des obligations d'entreprise se sont stabilisés en réaction à de bonnes perspectives économiques et à une croissance solide des bénéfices combinée à une stabilisation des taux de défaut. Malgré ce contexte porteur, nous continuons de préférer les obligations de qualité supérieure à celles à haut rendement, plus sensibles à l'aversion au risque et davantage corrélées aux actions. Les obligations à haut rendement ont subi des sorties de capitaux, le portage offert par les obligations de qualité supérieure étant devenu plus attrayant. Nous continuons de préférer les maturités courtes, car la Fed devrait relever ses taux. Les obligations à taux variables nous semblent également attractives, offrant une bonne couverture contre la hausse des taux et permettant de réduire la durée des portefeuilles.

• **Zone euro.** La crise italienne, la hausse des rendements et une reprise économique poussive rendent le crédit européen moins attrayant. Dans le même temps, le marché est soutenu par des bilans robustes et les achats d'actifs de la BCE. Nous continuons de privilégier les obligations d'entreprise hybrides ainsi que la dette à taux variables offrant un portage plus élevé. Pour l'année à venir, les obligations à haut rendement devraient surperformer les « Investment Grade » grâce à un nouvel assouplissement des conditions de crédit.

• **Dette émergente.** La hausse des taux américains, l'appréciation du dollar et l'augmentation des prix pétroliers sont autant de mauvaises nouvelles pour ce segment. Des sorties de capitaux ont été enregistrées, en lien avec l'amélioration du portage des obligations américaines. Certaines banques centrales émergentes poursuivant leur resserrement monétaire, il devient moins aisé de se financer (un facteur négatif pour la classe d'actifs). Des opportunités existent encore, mais la vigilance reste de mise pour le moment.

Sources : SGPB, Datastream (07/05/2018). 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



## Des fondamentaux toujours positifs, malgré l'instabilité politique

- La volatilité devrait s'accroître ces prochains mois face à la hausse des taux US et des risques politiques et géopolitiques persistants. Le contexte économique reste toutefois positif. Les échanges commerciaux et la production manufacturière mondiale se tassent depuis plusieurs mois, mais la croissance économique mondiale restera soutenue ces prochains trimestres, car la mauvaise passe du premier trimestre s'avérera temporaire. La normalisation monétaire aux USA en est encore à ses prémices.
- Dans ce contexte, les bénéfices des entreprises enregistreront une croissance plus lente mais toujours à deux chiffres cette année, tandis que les valorisations boursières sont moins préoccupantes.

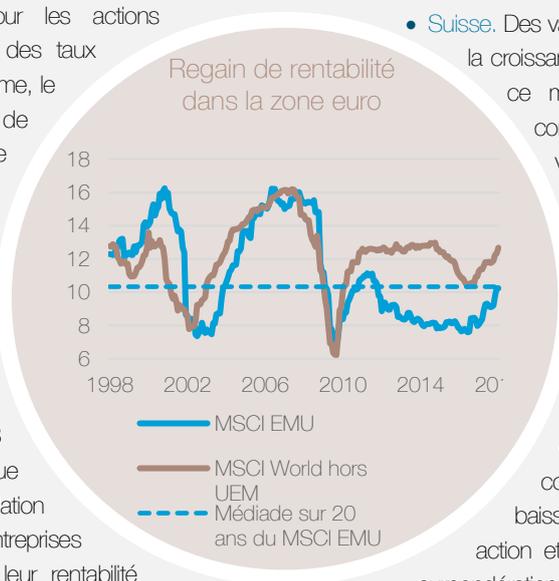
## Rester neutre sur les actions mondiales

🗨️ *Résurgence des craintes politiques dans la zone euro*

🗨️ *Un ralentissement de la croissance des bénéfices attendu au Japon*

• **Etats-Unis.** Le soutien apporté par les baisses d'impôts exceptionnelles est désormais derrière nous et un dollar fort pourrait peser sur les bénéfices, donnant lieu à des révisions à la baisse à court terme. En outre, la hausse des salaires pourrait commencer à fragiliser les marges ces prochains trimestres, tandis que les relèvements des taux pénaliseront les entreprises qui se sont fortement endettées ces dernières années. Cependant, la réforme fiscale stimulera l'activité économique tout au long de l'année, avec une croissance soutenue des bénéfices et des rachats, qui sont d'importants facteurs de soutien pour les actions américaines. Par ailleurs, les hausses des taux resteront graduelles aux USA. A court terme, le rebond du pétrole soutiendra le secteur de l'énergie et la crainte d'un durcissement de la réglementation dans le secteur américain des technologies se sont atténuées. Enfin, l'évolution des cours est positive. En résumé, nous passons à neutre sur les actions américaines.

• **Zone euro.** Malgré un début d'année difficile, le contexte économique semble robuste, avec une croissance du PIB supérieure au potentiel et une politique monétaire toujours accommodante, l'inflation sous-jacente restant modérée. Les entreprises européennes ont vu leurs marges et leur rentabilité s'améliorer, tandis que leur endettement s'est allégé depuis la crise financière. La croissance des bénéfices des entreprises devrait néanmoins ralentir de 13% en 2017 à 7% en 2018 et la situation politique en Italie restera préoccupante ces prochains mois, avec des effets négatifs sur le secteur bancaire. A court terme, la récente faiblesse de l'euro devrait réduire les pressions exercées sur les multinationales et entraîner des révisions à la hausse des prévisions de bénéfices, stimulant temporairement le marché actions centré sur les valeurs cycliques. En résumé, nous restons neutres.



• **Royaume-Uni.** Les actions britanniques sont reparties à la hausse depuis fin mars, le rebond du pétrole ayant profité aux secteurs liés à l'énergie (25% de l'indice FTSE 100), tandis que le récent accès de faiblesse du sterling a soutenu les nombreuses sociétés réalisant leur chiffre d'affaires à l'étranger. Nous restons toutefois prudents. Ces prochains mois devraient être marqués par des difficultés pour la livre (voir p.7), une baisse des prix pétroliers, un ralentissement économique et des doutes concernant le Brexit.

• **Suisse.** Des valorisations élevées et un tassement de la croissance des bénéfices devraient peser sur ce marché, mais nous restons neutres compte tenu de son exposition aux valeurs défensives de qualité.

• **Japon.** A long terme, les actions devraient bénéficier de nouveau de facteurs de soutien structurels, d'une politique monétaire ultra-accommodante et de valorisations attractives. A plus court terme, tandis que les risques politiques se sont dissipés au Japon, les tensions commerciales ont donné lieu à une baisse des prévisions des bénéfices par action et nous avons choisi de réduire notre surpondération.

• **Marchés émergents.** La montée du protectionnisme, la hausse des taux mondiaux et l'appréciation du dollar ont pesé sur les marchés émergents ces derniers mois. Les pays qui dépendent de leurs exportations et affichent des déficits courants (Brésil et Turquie) sont de nouveau vulnérables, contribuant à la faiblesse des devises. Cependant, une économie chinoise résistante, la hausse des prix pétroliers, une croissance des bénéfices à deux chiffres (+15% selon les prévisions du consensus IBES pour l'indice MSCI EM cette année après 22% l'année dernière) et des valorisations attractives nous incitent à rester neutres.

Sources : SGPB, Datastream (31/05/2018). 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.

# Devises

## Le dollar proche de son plus haut

- La remontée du dollar sera éphémère.
- La résurgence des risques politiques pèsera sur l'euro à court terme.
- La livre sterling devrait rester attractive.
- Les devises émergentes présentant des fondamentaux solides devraient continuer de résister.

## L'euro sous pression à court terme

### La politique de nouveau sur le devant de la scène

• **Euro : des difficultés politiques.** La crise italienne et le ralentissement de la croissance ont fait plonger l'euro, et les espoirs d'un rebond à court terme sont minces, dans la mesure où cet environnement encouragera la Banque centrale européenne à poursuivre ses achats d'actifs jusqu'à la fin de l'année. La monnaie unique devrait repartir à la hausse à plus long terme et nous visons 1,23 dans six mois. Cependant, tout dépendra des perspectives de croissance et de la capacité des Etats membres de la zone euro à poursuivre la réforme du cadre institutionnel.

• **Dollar : une remontée cyclique.** Le renforcement des anticipations de hausses des taux par la Fed à la lumière de l'inflation ont permis aux rendements américains de monter en flèche. Bien que la croissance semble dynamique, nous prévoyons des pressions limitées sur les prix et une hausse désormais modeste des taux longs. L'écart des taux restera ainsi contenu et la récente remontée du dollar sera limitée. Le potentiel de hausse du billet vert est faible et les facteurs structurels sont dans l'ensemble négatifs.

• **Livre sterling : en proie à des difficultés.** Début 2018, la reprise de la livre sterling amorcée en 2017 s'est poursuivie en prévision d'un Brexit doux et d'une remontée des taux. La livre sterling est tombée sous 1,35 lorsque ces espoirs ont été déçus. Tout d'abord, la croissance du PIB a été quasi inexistante au T1 à 0,1% et les enquêtes publiées récemment ne sont pas encourageantes, malgré une reprise de l'activité manufacturière. Ensuite, après avoir annoncé une hausse des taux, la Banque d'Angleterre a finalement fait marche arrière. Dans ce contexte, nous avons revu à la baisse nos prévisions pour la GBP/USD et sommes devenus neutres, compte tenu notamment de la vigueur du billet vert.

## L'appétit pour le risque dicte les flux

### Les devises émergentes fragiles sont menacées

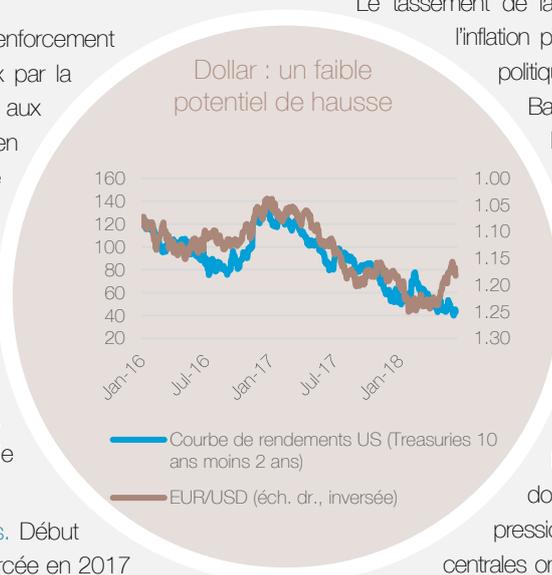
• **Franc suisse : de nouveau en baisse.** Le retour de l'aversion au risque a redirigé les investisseurs vers les devises sûres. A mesure que les inquiétudes se dissipent, le franc va se déprécier. La barre des 1,20 sera difficile à franchir ayant précédemment joué un rôle dans la politique monétaire de la banque centrale, mais si elle cède, comme nous le prévoyons, la devise baissera plus aisément. Nous visons encore 1,22 dans six mois.

• **Yen : bras de fer.** La crise italienne n'a guère profité au yen, l'aversion au risque en Europe ne s'étant pas diffusée largement.

Le tassement de la croissance au T1 et la faiblesse de l'inflation plaident en faveur de la poursuite d'une politique monétaire accommodante par la Banque du Japon, un facteur négatif pour le yen. Cependant, un accès d'aversion au risque pourrait apporter un soutien temporaire. La hausse des coûts de couverture et le rapatriement des capitaux étrangers pourraient également soutenir le yen. Dans ce contexte, nous maintenons notre objectif à six mois à 110.

• **Devises émergentes : effet domino.**

Les devises émergentes pâtissent d'un dollar fort, de la hausse des taux US et des pressions sur le pétrole. Plusieurs banques centrales ont relevé les taux pour freiner l'inflation et les sorties de capitaux. Une fois encore, la Turquie, le Brésil et l'Afrique du Sud sont en difficultés et une remontée hâtive des taux pourrait étouffer la croissance, aggravant ainsi la situation. Les devises émergentes ne traversent pas toutes une mauvaise passe. Le choix des devises à privilégier doit reposer sur les fondamentaux économiques dans un contexte marqué par un durcissement du financement en dollars. Les exportateurs de matières premières affichant de larges excédents courants ont plus de chances de surperformer leurs homologues. Nous restons globalement neutres face au dollar.



# Produits alternatifs



## Le moment est venu de revoir les réductions de production à la baisse

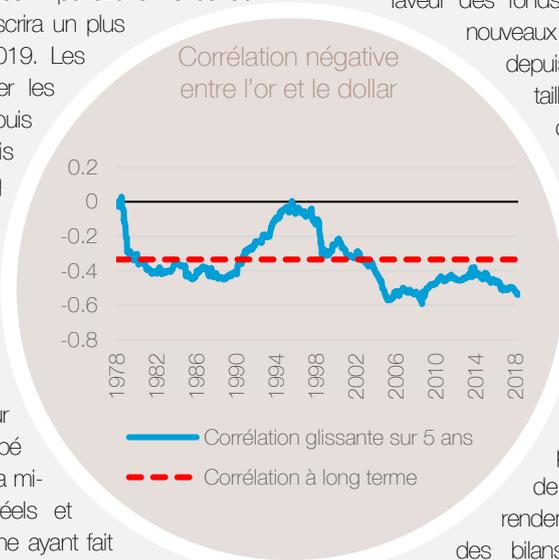
- L'OPEP et la Russie envisagent d'augmenter leur production et la production américaine enregistre une croissance soutenue ; les prix pétroliers devraient donc s'inscrire en baisse.
- Les troubles qui agitent l'Europe ont rompu les corrélations en faveur des fonds Long/Short Equity, tandis que la vague de restructurations offre de nouvelles opportunités d'investissement dans les fonds Special Situations.
- La vigueur de la croissance implique des choix restreints dans les fonds Distressed Debt, tandis que les gérants CTA se sont bien adaptés aux changements de régime survenus sur les marchés cette année et ont su diversifier leurs thématiques d'investissement.

## Matières premières

Les importations de pétrole sont à un plus bas depuis 60 ans aux Etats-Unis

- **Pétrole.** Le baril a franchi la barre des 80\$ en mai (une première depuis novembre 2014), encourageant l'Agence internationale de l'énergie à réduire ses prévisions de croissance de la demande mondiale pour 2018 à 1,4 million de barils par jour (mb/j). Dans le même temps, la production des pays non membres de l'OPEP a été robuste en avril (notamment grâce aux USA), compensant l'accès de faiblesse au Venezuela et en Afrique. Le retrait des USA de l'accord sur le nucléaire iranien pourrait accroître les pressions à court terme. Les Etats-Unis sont de plus en plus auto-suffisants grâce au pétrole de schiste, et l'Agence américaine d'information sur l'énergie estime que le volume total des importations nettes de pétrole brut et de produits pétroliers inscrira un plus bas depuis 60 ans à 1,5 mb/jr en 2019. Les baisses de production ont fait plonger les stocks de l'OCDE à un plus bas depuis trois ans en mars et l'offre est désormais inférieure à sa moyenne depuis cinq ans. Cependant, les pays membres et non membres de l'OPEP, Russie en tête, ont déclaré qu'ils pourraient abaisser leurs plafonds de production de 1 mb/j pour éviter une surchauffe.

- **Or: la hausse des taux américains devrait peser sur le métal précieux.** Pour la première fois de l'année, l'or est tombé sous sa fourchette de 1 300-1 360\$ à la mi-avril, la hausse des taux d'intérêt réels et l'accélération de la croissance américaine ayant fait grimper le dollar. Au T1, la demande mondiale a atteint un plus-bas depuis dix ans, la baisse des investissements dans les lingots et les ETF n'ayant été que partiellement compensée par un regain d'appétit de la part des banques centrales (+42% en glissement annuel). La corrélation entre l'indice dollar et l'or est à un plus haut historique à -0,55 depuis le début de l'année et plus le billet vert s'apprécie, plus la demande s'affaiblit, l'or libellé en dollars devenant moins abordable dans les pays hors zone dollar. Les turbulences qui agitent les marchés restent un facteur de soutien pour l'or. Nous restons toutefois légèrement baissiers compte tenu des pressions liées à la vigueur du dollar et à la hausse des taux.



## Hedge funds

La situation ne s'améliorera pas pour les fonds Distressed Debt tant que les défauts resteront rares

- **Fonds Long/Short Equity.** Si le mois de mai a été difficile pour les gérants actifs, comme les fonds Equity Long/Short, les perspectives semblent aujourd'hui plus prometteuses. Les marchés européens en particulier, où les corrélations entre actions sont plus faibles qu'ailleurs et où la volatilité s'est intensifiée sous l'effet du risque politique italien, offrent de nouvelles opportunités. Dans ce contexte, les fonds Variable Bias (qui ajustent leurs expositions en fonction de l'évolution des conditions de marché) semblent attrayants.
- **Fonds Event Driven.** Le contexte a continué de s'améliorer en faveur des fonds Special Situations, avec quelque 30 nouveaux projets de restructuration du capital depuis février, souvent par des acteurs de taille moyenne des secteurs de l'industrie et de la technologie. Dans les fonds Merger Arbitrage par ailleurs, on a observé plusieurs transactions géantes, liées notamment à la Chine, ce qui a élargi les spreads et amélioré le potentiel de rendement, compte tenu des craintes d'une guerre commerciale.
- **Fonds Credit/Distressed Debt.** La récente volatilité sur le Crédit n'a pas suffisamment élargi les spreads pour permettre aux arbitragistes de prendre de nouvelles positions, laissant entrevoir un rendement toujours limité. Même si la qualité des bilans s'est dégradée aux USA et les obligations « cov-lite » se sont multipliées, les défauts restent rares et les gérants Distressed Debt manquent d'opportunités.
- **Fonds Global Macro/CTA.** Nous continuons de mettre en avant les avantages des fonds CTA en matière de diversification. Ces derniers ont en effet identifié un mélange éclectique de nouvelles tendances sur lesquelles miser dans le secteur de l'énergie, ainsi que sur les marchés des taux et des changes. Les gérants moins systématiques des fonds Global Macro ont eu du mal à s'adapter aux changements rapides d'environnement. Et pour cette raison, ils ont réduit leurs expositions. Par ailleurs, ils tendent à se concentrer sur les mêmes thématiques d'investissement.

## 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](http://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](http://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](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, 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](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.

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/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.