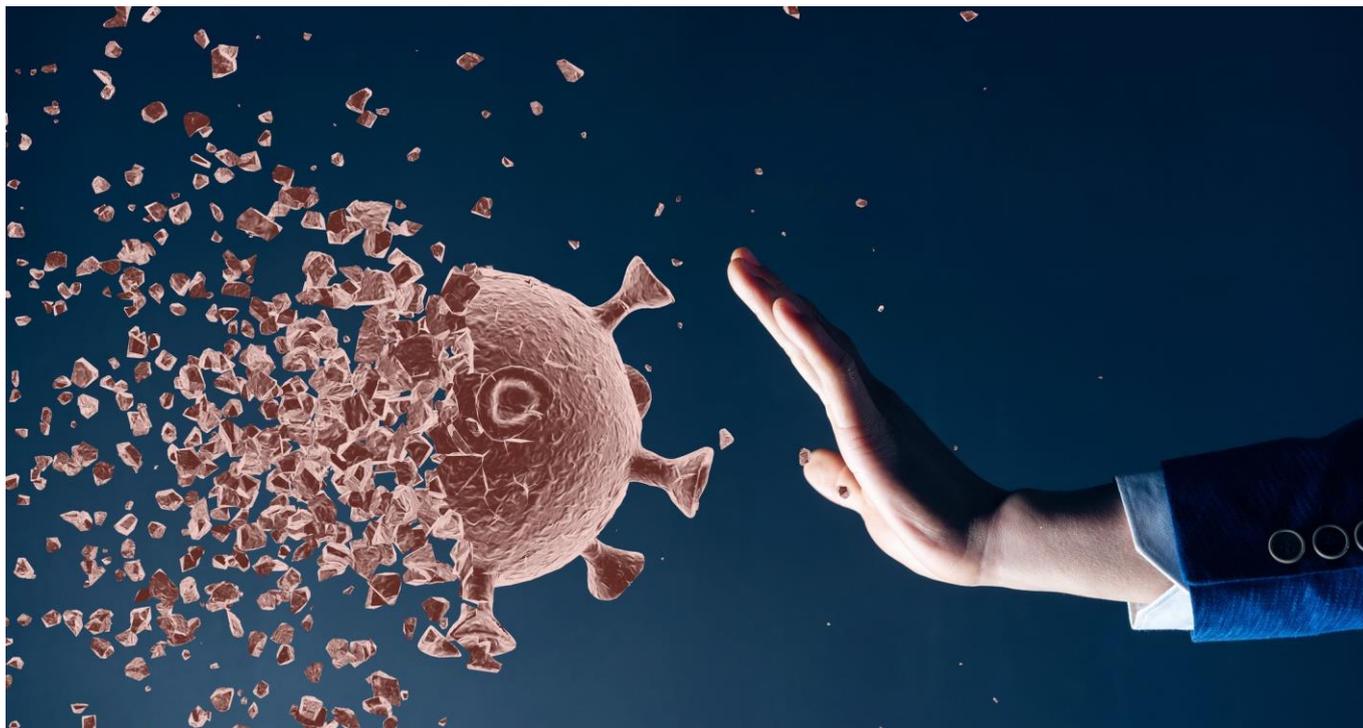


NOTRE POINT DE VUE

T2 2020



Sur la défensive

Situation macro-économique

Avec un tiers de la population mondiale placée en confinement, les effets économiques de la lutte engagée pour freiner la propagation du coronavirus seront considérables. Les chiffres récents des indices de confiance des entreprises laissent entendre que les conditions sont plus mauvaises dans les services que dans le secteur manufacturier, reflétant la fermeture précipitée de la plupart des commerces. Les politiques ont été rapidement ajustées pour venir en aide aux particuliers et aux entreprises afin d'atténuer les difficultés économiques. L'activité en Chine se redresse progressivement et les autorités projettent de lever les dernières restrictions sur la province du Hubei début avril. Après un ralentissement économique marqué au T1 et au T2, nous estimons que la pandémie devrait commencer à marquer le pas en Europe et aux Etats-Unis, permettant ainsi à la reprise de s'installer au second semestre et de se renforcer en 2021.

Banques centrales

Les banques centrales se sont empressées d'ajuster leurs politiques à la lumière des répercussions de la chute d'activité liée au CoViD-19 sur la liquidité des marchés et les conditions financières. Les taux directeurs ont été ramenés à zéro, voire en-dessous, et les banques centrales ont intensifié leurs achats de montants significatifs d'obligations d'Etat et de dettes d'entreprise. Ces mesures ne contribueront guère à relancer l'activité à court terme, mais elles devraient parvenir à garantir le bon fonctionnement des marchés financiers et interbancaires.

Marchés financiers

Alors que les prévisions de croissance ont été revues à la baisse, les actifs risqués comme les actions et les obligations à haut rendement (High Yield, HY) ont subi d'importantes pressions vendeuses, entraînant des appels de marge pour des investisseurs ayant eu recours à un effet de levier. Ces derniers ont à leur tour été contraints de liquider d'autres actifs, notamment des valeurs refuges comme les obligations d'Etat et l'or. La volatilité (souvent utilisée pour mesurer l'aversion au risque) s'est envolée, les marchés enregistrant d'importantes fluctuations à la hausse comme à la baisse. Nous estimons que les marchés resteront nerveux, alors que le nombre grandissant des nouveaux cas confirmés de CoViD-19 entraîne une restriction persistante de l'activité, et nous restons prudents.

Conclusion

Nous suggérons de conserver une exposition réduite aux actions et aux obligations et de renforcer les réserves de liquidités. Dans les marchés obligataires, nous privilégions les obligations d'entreprise à notation élevée (Investment Grade, IG), tandis que le segment du HY semble vulnérable à une forte hausse des taux de défaut. Par ailleurs, un grand nombre d'émetteurs IG de moindre qualité pourraient subir des baisses de notation, ce qui pourrait submerger les investisseurs HY. Au sein des marchés actions, nous privilégierions les marchés émergents, en particulier en Asie où la production est en train de redémarrer en Chine, en Corée du Sud ou à Taïwan. Nous suggérons de renforcer l'exposition aux Hedge Funds et aux réserves de liquidités, afin de pouvoir tirer profit des opportunités que la correction actuelle offrira sans aucun doute.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CAO9/H1/2020

NOS PRINCIPALES CONVICTIIONS

Préférer les valeurs défensives

L'économie mondiale entrant dans une récession marquée, les bénéfices des entreprises et la qualité de crédit devraient être sous pression. Par conséquent, nous recommandons de réduire l'exposition aux actions et aux obligations pour constituer des réserves de liquidités, à utiliser dès lors que l'épidémie de coronavirus commencera à être endiguée et que les mesures de confinement seront allégées.

Un potentiel d'appréciation désormais limité pour le dollar

Ces dernières semaines, le billet vert (une valeur refuge dans les périodes de crise) a été tiré vers le haut par une pénurie mondiale de dollars liée à la mise à l'arrêt des entreprises. Cependant, la Fed a agi promptement pour garantir une offre abondante par le biais de 14 banques centrales internationales, contribuant ainsi à faire baisser le dollar. Par ailleurs, l'avantage dont jouissaient les Etats-Unis en matière de taux d'intérêt et de taux de croissance s'est réduit. Nous estimons que le dollar s'affaiblira en fin d'année.

Préférer les obligations d'entreprise à notation élevée (Investment Grade, IG) aux crédits plus risqués

La récession mondiale fragilisera les emprunteurs affichant les bilans les plus faibles, multipliant les risques de défaut du segment à haut rendement (HY). Par ailleurs, en pleine intensification des risques, les liquidités se sont tariées sur les marchés alors que les teneurs de marché ont été dans l'incapacité d'absorber les pressions vendeuses. En réaction, les principales banques centrales ont lancé des programmes d'achat agressifs pour les obligations d'entreprise IG, ce qui devrait mettre un plancher sous les prix.

Les actions d'Asie émergente devraient surperformer

L'activité des entreprises en Chine a redémarré après le confinement de février et représente actuellement environ 85% des niveaux habituels. Ailleurs en Asie, les mesures d'atténuation des risques face au coronavirus semblent avoir porté leurs fruits, avec un nombre de nouveaux cas et des taux de mortalité relativement faibles à Hong Kong, à Taïwan ou en Corée du Sud. Nous estimons que les marchés actions d'Asie émergente devraient être en mesure de surperformer leurs homologues d'autres régions.

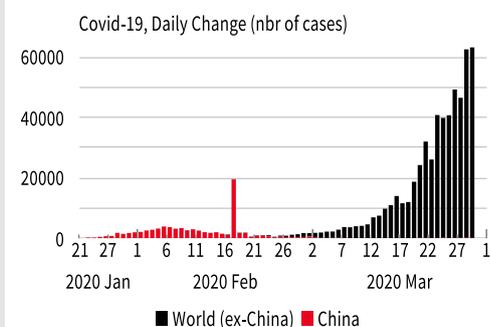
L'or et les Hedge Funds, de bons outils de diversification

Les stratégies Hedge Funds combinent souvent une exposition directionnelle aux marchés financiers à des ventes à découvert. Leurs rendements peuvent donc être peu sensibles à la direction du marché, un avantage dans des marchés baissiers. Par ailleurs, les perturbations qui agitent les marchés créent de nouvelles opportunités. Les caractéristiques de valeur refuge de l'or sont souvent mises en avant durant les périodes de troubles sur les marchés, et l'or constitue un outil de diversification utile par rapport aux avoirs en actions.

Rester flexible

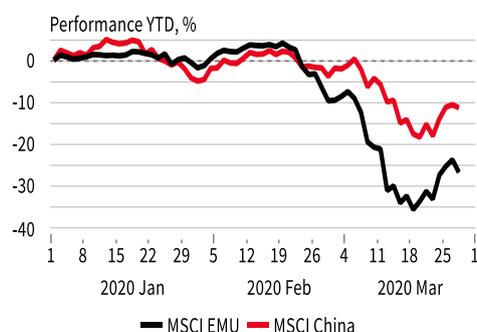
Après avoir suggéré de réduire l'exposition aux marchés financiers et de renforcer les réserves de liquidités sous l'effet de la propagation de l'épidémie de coronavirus, nous continuons de surveiller la situation de près. Les réponses politiques mises en œuvre par les banques centrales et les gouvernements ont été massives et déterminées de par leur rythme. Nous suggérons encore de conserver une position flexible afin de saisir les opportunités sur les marchés dès qu'elles se font jour.

Le nombre de nouveaux cas n'a pas commencé à ralentir



Source: Macrobond, Bloomberg, 27/03/2020

Les actions asiatiques devraient surperformer



Source: Macrobond, 27/03/2020

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

NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

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

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

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

ACTIONS	
Etats-Unis	Les marchés se préparent à une profonde récession et les niveaux de volatilité sont extrêmes. Nous sommes Sous-pondérés.
Europe	Les investisseurs sont confrontés à de fortes incertitudes concernant la durée et l'ampleur de la pandémie. Nous sommes Sous-pondérés.
Zone euro (ZE)	Le pic du nombre de nouveaux cas étant encore à venir, les mesures de confinement pourraient durer au deuxième trimestre.
Royaume-Uni	Le Royaume-Uni est désormais confronté à la crise du Covid-19, quelques semaines seulement après que les incertitudes relatives au Brexit ont été dissipées. Nous sommes Sous-pondérés.
Suisse	Les grandes entreprises suisses de qualité devraient rester très recherchées, laissant entrevoir une résistance durable pour l'heure.
Japon	Au vu des restrictions au Japon et des mesures de confinement en place sur ses principaux marchés d'exportation, la récession pourrait se poursuivre au T2. Nous sommes Sous-pondérés.
Pays émergents	Nous estimons que l'activité reviendra progressivement à la normale d'ici au début du T3, ce qui devrait permettre aux Bourses asiatiques de surperformer leurs homologues occidentales.

OBLIGATIONS	
Souveraines	Même si les programmes d'assouplissement des banques centrales devraient continuer de tirer les rendements vers le bas, les obligations d'Etat ne sont guère attrayantes.
Maturités*	Nous préférons les obligations à court terme en Europe et aux Etats-Unis.
Indexées sur l'inflation	Nous Sous-pondérons les obligations indexées sur l'inflation, alors que les risques de hausse de l'inflation devraient être contenus par les sombres perspectives de croissance.
Entreprises	Les préoccupations grandissantes ont tiré les spreads de crédit vers le haut, mais les achats des banques centrales devraient mettre un plancher sous les prix. Nous suggérons une position Neutre.
Haut rendement	Compte tenu du contexte macro-économique, les émetteurs à haut rendement (HY) restent vulnérables. Nous sommes Sous-pondérés.
Dettes émergentes	Les écarts de rendement s'élargissent et resteront vraisemblablement sous pression à court terme. Nous sommes passés à Neutre.

DEVISES	
EUR/USD	L'euro est reparti à la hausse après les plus-bas induits par le virus. Mais à présent, le potentiel de hausse est limité. Nous sommes Neutres.
GBP/USD	Dans les deux prochains mois, alors que les économies occidentales entrent en récession, il est très difficile d'imaginer un rebond significatif de la GBP/USD.
EUR/GBP	Les plans de relance mis en œuvre par les gouvernements de part et d'autre de la Manche feront grimper les déficits budgétaires. Aucune fluctuation majeure n'est anticipée.
USD/JPY	Compte tenu de la propagation actuelle du Covid-19 et du statut de valeur refuge des deux devises, aucun mouvement majeur n'est attendu.
EUR/CHF	Si les mesures de confinement qui pèsent sur les économies devaient être prolongées, une nouvelle appréciation du CHF entraînerait certainement la mise en place de nouvelles mesures par la BNS.
Devises émergentes	Sous l'effet de la pandémie (et de l'effondrement des prix pétroliers), les devises émergentes sont devenues extrêmement volatiles. Nous sommes Neutres.

ALTERNATIVES	
Hedge funds	Les perturbations qui agitent actuellement les marchés créent de nouvelles opportunités pour les gérants de hedge funds et nous suggérons de passer à Surpondérer.
Or	Ayant réduit l'exposition aux actions, nous suggérons également de revenir à Neutre sur l'or.
Pétrole	Sous l'effet de l'effondrement de la demande et de l'offre excédentaire, le prix du baril de Brent pourrait rester sous pression, et nous passons à Sous-pondérer.

Source : SGPB, 27/03/2020

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

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

FOCUS ECONOMIQUE

Arrêt soudain de l'activité

Les mesures de confinement et les perturbations auront des effets sans précédent sur l'économie mondiale, ce qui a poussé les autorités à agir avec célérité et à puiser dans leurs boîtes à outils. Cependant, il est probable que nous soyons déjà entrés dans une récession économique mondiale.

La récession est probablement déjà là

Dans un monde dominé par le coronavirus, commençons par quelques bonnes nouvelles. Le nombre de nouveaux cas contaminés par le coronavirus semble avoir diminué en Chine, et les craintes d'une « deuxième vague » ne se sont pas matérialisées. Plusieurs mesures indiquent un lent retour aux niveaux d'activité antérieurs à l'apparition du virus : la consommation de charbon représente environ 90% du niveau de l'année dernière ; la production d'acier brut correspond à 80% du niveau habituel. La situation dans d'autres pays asiatiques, notamment la Corée du Sud et le Japon, semble également se stabiliser. En Italie, même si le chiffre quotidien des nouveaux cas est encore élevé à environ 5 000, le taux de progression semble marquer le pas.

Cependant, les mauvaises nouvelles dépassent les bonnes. Un tiers de la population mondiale est désormais placé en confinement. Les chiffres de la transmission du virus à travers l'Europe, plus particulièrement en Espagne, continuent d'augmenter. Le nombre de nouveaux cas s'inscrit également en hausse au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, ces derniers étant en forte augmentation. L'Organisation mondiale de la santé (OMS) a prévenu que le pays pourrait devenir le nouvel épicode de l'épidémie.

Les mesures de confinement et les perturbations auront des effets sans précédent sur l'économie mondiale. En Chine, les ventes au détail ont chuté de 20,5% en glissement annuel en février, avec une contraction de la production industrielle de 13,5%. Le PIB du premier trimestre essuiera une forte baisse. L'Europe et les Etats-Unis seront touchés au premier trimestre également, mais des dommages bien plus importants seront observés au deuxième trimestre. Dans la zone euro, les enquêtes de confiance des chefs d'entreprise pour le mois de mars ont indiqué un quasi-effondrement des services, qui ont atteint des niveaux sensiblement

inférieurs à ceux observés durant la crise financière de 2007-2009. Une récession est inévitable, et elle entraînera des faillites d'entreprises et une hausse du chômage.

Une réponse politique impressionnante

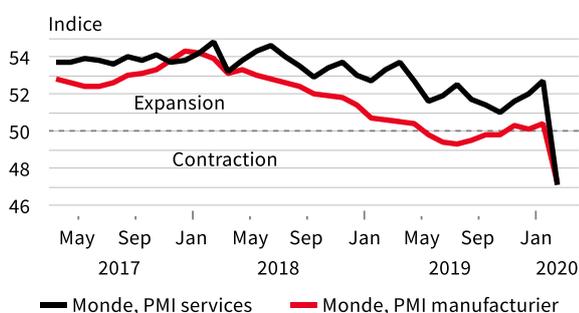
Face à cette situation, les autorités fiscales ont agi avec une grande célérité, puisant dans leurs boîtes à outils respectives. Le Congrès américain a adopté un accord bipartite de grande envergure portant sur un plan d'aide gouvernemental de 2 000 Md\$ (environ 10% du PIB). Cet accord comprend notamment des prêts et des subventions aux entreprises, une hausse des prestations d'assurance-chômage et des paiements directs aux particuliers. Les pays de la zone euro ont engagé au moins 1 500 Md\$ de dépenses et de garanties de prêts pour protéger les entreprises et les travailleurs également, tandis que le Royaume-Uni a dévoilé une série de mesures, notamment la promesse de payer 80% des salaires des travailleurs indépendants jusqu'à 2500 £ par mois.

Les autorités monétaires agissent également avec une urgence extrême. Les banques centrales ont réduit les coûts d'emprunt, les taux mondiaux étant désormais ramenés à zéro ou en deçà. Par ailleurs, chaque grande banque centrale a relancé son programme d'assouplissement quantitatif (« quantitative easing », QE). La Réserve fédérale américaine a annoncé des achats d'obligations d'Etat américaines dans des quantités illimitées et achètera également des obligations d'entreprise américaines pour apporter les liquidités nécessaires. La Banque centrale européenne (BCE) dépensera 750 Md€ supplémentaires dans des obligations d'Etat et d'entreprise de la zone euro. La Banque d'Angleterre a réduit les taux à un plus-bas historique de 0,1% et a renforcé son programme d'assouplissement quantitatif (QE) de 200 Md£ supplémentaires, tandis que la Banque du Japon a doublé ses achats d'actions nippones.

Conclusion. Même si les pires prédictions pourraient ne jamais se matérialiser, il est judicieux de s'y préparer lorsqu'il est question de stratégie d'investissement et de construction de portefeuille. Il est probable que nous soyons déjà entrés dans une récession économique mondiale.

Outre nos préférences actuelles pour les obligations de qualité, l'or et les investissements alternatifs à faible volatilité (des actifs qui contribuent à atténuer les effets des « cygnes noirs » comme une pandémie mondiale), nous avons préconisé de réduire encore les risques depuis la survenue de cette crise, en particulier au travers d'obligations à haut rendement et d'actions, afin de constituer d'importantes réserves de liquidités.

Coup d'arrêt brutal de l'activité mondiale



Source : SGPB, Macrobond, 27/03/2020

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

TAUX

Il convient de rester prudent vis-à-vis de la dette plus risquée

Les programmes d'achat d'actifs des banques centrales soutiendront les obligations d'Etat et, de plus en plus, les obligations à notation élevée (IG). Cependant, au vu des incertitudes entourant le virus et les perspectives économiques, les segments des obligations plus risquées, à savoir les obligations à haut rendement (HY), demeurent vulnérables, et nous restons prudents.

Taux

États-Unis. La baisse rapide des rendements des bons du Trésor américain s'est interrompue début mars, alors même que l'aversion des investisseurs pour le risque a continué d'augmenter et que les actifs risqués ont continué de plonger. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette évolution inhabituelle (par exemple, les investisseurs ayant besoin de répondre aux appels de marge ont levé des liquidités au travers d'actifs liquides plus faciles à vendre, comme les obligations d'Etat). Au-delà de ces considérations, les investisseurs pourraient commencer à attribuer moins d'importance aux effets positifs des achats des banques centrales pour se focaliser sur les craintes relatives à une hausse des émissions provoquée par les mesures de relance fiscale, contribuant ainsi à une hausse des rendements. Nous estimons toutefois que ces craintes s'apaiseront à terme. A ce titre, le nouveau programme d'achat d'obligations, à durée indéterminée, de la part de la Fed devrait maintenir les rendements obligataires bas pendant un certain temps.

Zone euro. Les rendements des obligations d'Etat du noyau dur de la zone euro ont suivi une trajectoire similaire, dans la mesure où les ventes d'obligations visant à financer les besoins de liquidités ont tiré les rendements vers le haut. Cela ne devrait pas durer. La BCE a multiplié ses efforts et dans le cadre de son nouveau programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP), elle achètera désormais 750 Md€ supplémentaires d'obligations d'Etat et d'entreprise, tout en se donnant plus de souplesse dans la répartition. Le PEPP sera exécuté en plus de ses programmes existants, ce qui portera le montant total des achats à 1050 Md€ (d'après les estimations) d'ici à la fin de l'année. Il s'agit là d'un montant significatif, qui devrait entretenir les pressions baissières sur les rendements, tant dans le noyau dur qu'à la périphérie de la zone euro.

Royaume-Uni. Les rendements des obligations d'Etat à 10 ans au Royaume-Uni ont considérablement augmenté par rapport aux plus-bas du 9 mars, avant de baisser de nouveau. Comme ses

homologues internationales, la Banque d'Angleterre (BoE) est intervenue. Elle a abaissé les taux de 0,75% à 0,10% et annoncé 200 Md£ supplémentaires d'achats d'obligations, ce qui devrait contribuer à maintenir des taux bas.

Crédit

États-Unis. Une montée des craintes relatives aux effets économiques des mesures d'endiguement du coronavirus a globalement fait grimper les « spreads de crédit » (le différentiel de rendement par rapport aux bons du Trésor). Les spreads des obligations IG mieux notées se situent désormais à 324 points de base (pb), un niveau à comparer aux pics d'environ 600 pb au plus fort de la crise financière en 2008. Les spreads des obligations à haut rendement (HY) plus risquées s'élèvent à plus de 1000 pb, bien en deçà des 2000 pb atteints en 2008. D'après nos estimations, cela implique un taux de défaut pour les émetteurs HY l'an prochain compris entre 9% et 16%. Ce niveau est à comparer aux pics des défauts d'environ 11% en 2002 et 15% en 2009. Cependant, les incertitudes demeurent extrêmement fortes quant à la durée de l'urgence sanitaire. Tandis que de nombreuses mauvaises nouvelles ont déjà été anticipées, la prudence reste de mise sur le segment fragile du haut rendement (HY). Nous préférons les obligations IG mieux notées, et en particulier les obligations à court terme incluses dans le nouveau programme d'achat d'obligations d'entreprise de la Fed.

Zone euro. A environ 800 pb, les spreads HY sont encore sensiblement inférieurs aux niveaux atteints durant les crises précédentes. Comme aux Etats-Unis, la visibilité sur les taux de défaut reste faible et, même si les marchés HY ont déjà souffert, ils pourraient encore se détériorer. La prudence reste donc de mise. Le segment IG ne sera pas épargné par les mauvaises nouvelles, mais le nouveau programme de la BCE contribuera à en atténuer les effets. La banque centrale n'a pas précisé comment elle répartira les achats entre les émetteurs publics et privés mais, compte tenu de l'important montant d'obligations à acheter avant la fin de l'année, nous estimons que les effets sur les obligations d'entreprise seront considérables.

Royaume-Uni. Tandis que la BoE a annoncé une nouvelle série de mesures pour soutenir les marchés du crédit, on ne sait pas encore combien elle achètera d'obligations d'entreprise. Même si les obligations IG pourraient bénéficier du soutien de la BoE, les pressions sur les émetteurs HY pourraient être significatives.

Marchés émergents.

Les marchés de la dette émergente ont été durement touchés par le ralentissement économique, la faiblesse des liquidités et des sorties de capitaux rapides. Par conséquent, les écarts de rendement s'élargissent et pourraient rester sous pression à court terme. Nous sommes passés à Neutre.

L'élargissement des spreads n'est probablement pas terminé



Source : SGPB, Macrobond, 27/03/2020

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

ACTIONS

Sur la défensive

Les marchés actions mondiaux ont inscrit des plus-hauts historiques mi-février avant d'être propulsés dans le marché baissier le plus rapide de l'histoire, sous l'effet de la propagation de la pandémie de CoViD-19. Les marchés se préparent à une récession profonde et les niveaux de volatilité sont extrêmes. Une Sous-pondération défensive reste conseillée.

US. Après les plus-hauts de mi-février, l'arrêt soudain de l'activité à travers les Etats-Unis a plongé les marchés actions directement dans un marché baissier. Les indices de volatilité ont atteint des niveaux observés pour la dernière fois durant la crise financière de 2008. Les incertitudes concernant la durée et l'ampleur de la pandémie sont élevées, tout comme les effets des mesures de confinement sur le PIB et les bénéfices des entreprises. Les inscriptions hebdomadaires au chômage se sont envolées à des plus-hauts historiques, laissant entrevoir une récession profonde. Par conséquent, les autorités ont fortement assoupli leurs politiques, cherchant à minimiser les répercussions et à encourager une reprise rapide une fois l'épidémie endiguée.

Nous continuons de prôner une approche défensive, en réduisant l'exposition à Sous-pondérer et en continuant à mettre l'accent sur les secteurs non-cycliques. La consommation non-cyclique et les services aux collectivités devraient continuer de bien résister, tandis que la santé subira moins de pressions politiques, compte tenu de son rôle central dans la lutte contre la pandémie.

Zone euro. Les foyers de CoViD-19 apparus dans la région ont poussé les gouvernements à mettre en œuvre des mesures extraordinaires, plongeant l'économie dans la récession. Le pic du nombre de nouveaux cas étant encore à venir, les restrictions pourraient durer une grande partie du deuxième trimestre et la reprise par la suite pourrait être progressive. La BCE et les gouvernements nationaux ont agi rapidement et massivement pour atténuer les effets sur les entreprises et les particuliers, et les politiques pourraient rester extrêmement favorables tout au long de l'année. Les cours boursiers ont plongé dans un marché baissier au vu des nombreuses incertitudes, mais les analystes commencent seulement à ajuster leurs prévisions de bénéfices exagérément optimistes pour l'année. Pour l'heure, une position défensive reste appropriée. Notre préférence va aux secteurs moins

sensibles à cet important ralentissement du cycle, comme la santé, la consommation non-cyclique et les services aux collectivités, en particulier les entreprises affichant des dividendes solides.

Royaume-Uni. Le Royaume-Uni a tardivement suivi ses voisins d'Europe continentale sur la voie du confinement. Alors que l'activité commençait seulement à se remettre des incertitudes liées au Brexit, elle replonge maintenant dans la récession. L'attention s'est détournée des négociations commerciales avec l'UE pour se focaliser sur la crise actuelle, et il est peu vraisemblable que les marchés se préoccupent de risques plus éloignés pour le moment. Les secteurs cycliques comme l'énergie et les matériaux (largement représentés dans les indices britanniques) devraient être évités pour l'heure au profit des valeurs plus défensives.

Suisse. La composition du marché actions favorise fortement les leaders mondiaux dans des secteurs défensifs comme la consommation non-cyclique et la santé, contribuant à amortir la baisse des cours en comparaison des voisins de la Suisse. Malgré l'appréciation du franc suisse (habituellement un problème pour un marché sensible aux exportations), les grandes entreprises de qualité devraient rester très recherchées.

Japon. Lorsque l'épidémie du coronavirus commençait à se propager hors de Chine, l'économie japonaise était déjà affaiblie par la hausse de la taxe sur la consommation mise en place à l'automne dernier. Au vu des restrictions qui se sont ensuivies au Japon et des confinements en place sur ses principaux marchés d'exportation, la récession pourrait continuer au T2. Les Jeux olympiques, dont on attendait qu'ils soutiennent le tourisme et la consommation, ont été repoussés. Néanmoins, la croissance du nombre de cas est demeurée inférieure à 10% ces dernières semaines, laissant espérer que de nouvelles mesures de confinement sur le plan national puissent être évitées, et le marché actions s'est montré résistant.

Marchés émergents. Les actions émergentes ont suivi leurs homologues des marchés développés à la baisse, sous l'effet de la propagation de la pandémie à l'Europe de l'Est et à l'Amérique latine. Cependant, les économies asiatiques (la Chine en tête) ont été les premières à réagir et sont désormais les premières à pouvoir sortir des restrictions et des arrêts d'activité. Nous estimons que l'activité reviendra progressivement à la normale d'ici au début du T3, ce qui devrait permettre aux Bourses asiatiques de continuer à surperformer leurs homologues occidentales. Nous suggérons de continuer à préférer les marchés émergents (et l'Asie en particulier) dans le cadre d'une Sous-pondération générale des actions.

Les valorisations de l'indice MSCI EM ont chuté



Source : SGPB, Macrobond, 27/03/2020

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

IDEE D'INVESTISSEMENT

À la recherche de rendements indépendants

En théorie, les paiements de dividendes des sociétés représentent une part significative de la performance historique des actions, en particulier lorsqu'ils sont réinvestis dans le marché boursier, créant ainsi un effet cumulatif important. On sait moins toutefois qu'il existe un marché actif pour les dividendes d'indices, où les paiements à venir sont négociés au travers de contrats à terme.

Le marché des futures sur dividendes est particulièrement bien développé en Europe, grâce à l'usage répandu des produits structurés qui utilisent souvent un indice boursier comme actif sous-jacent. Les opérateurs de marché qui créent ces produits sont ainsi exposés à de futurs flux de paiements de dividendes, qu'ils couvrent souvent grâce à des contrats à terme sur dividendes. Au vu des pressions vendeuses qui en résultent, les contrats à terme sont souvent nettement inférieurs aux dividendes réels que les entreprises entendent payer, notamment dans les périodes d'instabilité sur les marchés.

Le graphique illustre les prix actuels du marché pour les contrats à terme sur dividendes de l'indice Euro Stoxx 50 ces prochaines années. Plus l'horizon d'investissement est long, plus le prix du marché est bas. La ligne en haut représente les prévisions du consensus IBES pour les mêmes années civiles. D'après les analystes, les dividendes devraient fortement augmenter ces prochaines années.

Nous estimons toutefois que les analystes « bottom-up » pourraient faire preuve d'un excès d'optimisme quant à la capacité des sociétés à augmenter la distribution des dividendes. Nous avons calculé nos propres estimations « top-down », avec une baisse attendue des dividendes en 2020 de 2% compte tenu de l'impact du coronavirus sur les résultats des entreprises. Par la suite, nous anticipons une reprise graduelle en 2021 qui se poursuivra à rythme modéré jusqu'en 2024. Cela crée néanmoins un écart attractif par rapport aux prix du marché observés aujourd'hui.

Cette opportunité présente des caractéristiques attrayantes. Les dividendes représentent habituellement un pourcentage des bénéfices des entreprises. Ils sont ainsi moins volatils que les variations annuelles des bénéfices. Afin de dédommager les investisseurs pour les risques inhérents à leurs actions, les entreprises cherchent à préserver autant que possible le dividende dans les périodes difficiles. Et le potentiel de performance ne dépend pas de l'évolution des cours boursiers dans le temps, assurant ainsi une source de rendements décorrélés.

Mais les contrats à terme sur dividendes peuvent être volatils eux-mêmes. Les échéances plus longues sont vulnérables aux flux vendeurs des banques d'investissements durant les corrections, créant souvent un point d'entrée intéressant pour investir dans cette thématique. Mais avec le temps et l'annonce de paiements de dividendes par les membres de l'indice, l'incertitude diminue, et par là même la volatilité des contrats à terme sur dividendes.

Conclusion En périodes de troubles, les prix des contrats à terme sur dividendes sont vulnérables aux flux vendeurs, offrant une opportunité aux investisseurs patients, convaincus que les entreprises continueront de verser des dividendes croissants. Grâce aux contrats à terme, le rendement produit est indépendant de la performance de l'indice boursier sous-jacent.

Les marchés actions en Zone euro ont chuté à la suite du Covid-19



Sources: SGPB, Macrobond, STOXX, data as of 27/03/2020

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

IDEE D'INVESTISSEMENT

La durabilité pour le long terme

Le Covid-19 a remis en cause un certain nombre de croyances et de pratiques économiques et entrepreneuriales profondément enracinées. Il a été démontré que les chaînes d'approvisionnement transfrontalières et transcontinentales ne sont pas plus solides que leur maillon le plus faible. Et les processus de production en flux tendus, ont montré leurs limites lorsqu'une pénurie de composants peut mettre la production à l'arrêt. Par ailleurs, un grand nombre d'entreprises avaient emprunté massivement pour financer des rachats d'actions, affaiblissant ainsi leurs bilans et les laissant vulnérables lorsque la trésorerie se tarit. Nous estimons que la crise obligera les entreprises, et par là même la société au sens large, à se remettre en question.

De fait, cette remise en cause a déjà débuté dans de nombreux cas. Des parfumeurs comme LVMH et Coty ont modifié leurs lignes de production pour fabriquer du gel hydroalcoolique. Des entreprises de la mode comme Giorgi Armani et Canada Goose ont modifié les leurs pour produire des vêtements destinés au personnel de santé. Des constructeurs automobiles comme GM et Tesla se sont mis à produire des équipements médicaux indispensables comme des respirateurs. Les banques mondiales ont lancé des programmes de solidarité mondiale, alors même qu'elles continuent de s'assurer que le système financier est alimenté en crédits et en liquidités. Les entreprises à travers le monde ont réalisé qu'elles peuvent jouer un rôle majeur dans la lutte contre la crise sanitaire publique. Les esprits cyniques pourraient affirmer que les entreprises en reviendront à leur ancien modèle dès que l'activité redémarrera. Nous n'en sommes pas si sûrs. Nous estimons que les entreprises affichant des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) raisonnées et durables resteront mieux placées que leurs homologues.

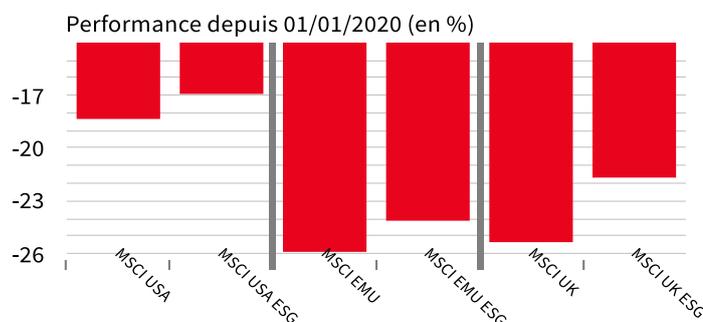
Tout d'abord, les entreprises devront construire des chaînes d'approvisionnement plus robustes pour atténuer les risques auxquels elles sont confrontées actuellement. Elles devront également afficher des niveaux de stock plus élevés pour veiller à pouvoir satisfaire les commandes. Et dans la mesure où de nombreuses entreprises courent un risque de défaut sur leurs emprunts, les directeurs financiers s'emploieront à déterminer combien de dette leurs bilans peuvent supporter.

Ensuite, le passage soudain au télétravail et la distanciation sociale pour des centaines de millions d'employés de bureau, posent des problèmes aux entreprises dont les salariés font preuve d'une grande insatisfaction. Les entreprises affichant de meilleures méthodes de travail (en termes de santé et de protection sociale de leurs employés, de droits aux congés) ont tendance à bénéficier d'un niveau d'engagement plus élevé de la part de leurs employés, ce qui leur confère un avantage concurrentiel durant une période de confinement prolongé. De fait, des études ont montré que les entreprises affichant des notations Glassdoor élevées (un site Internet où les salariés notent leur entreprise) ont tendance à surperformer durant les périodes de ralentissement.

Enfin, des crises comme celle d'aujourd'hui remettent en question la durabilité de nombreux modèles économiques. Par ailleurs, les entreprises affichant un score ESG élevé et des pratiques entrepreneuriales durables sont moins susceptibles de faire faillite à un horizon de cinq ans d'après les données collectées par Bank of America. De plus, des entreprises cotées avec des scores ESG plus élevés ont moins subi de révisions à la baisse de leurs prévisions de bénéfices que leurs homologues depuis le début de la crise, d'après les chiffres de Refinitiv et Sustainalytics. Et l'on observe ainsi une meilleure performance pendant le marché baissier. Une étude publiée récemment par Morningstar montre que 67% des fonds d'actions américains durables se classent dans la moitié supérieure de leurs groupes de comparables depuis que le marché a atteint un plus-haut historique en février.

Conclusion Si des considérations environnementales ont été intégrées par de nombreuses entreprises en 2019, en 2020, c'est la responsabilité sociale qui vient au premier plan. Les entreprises qui ont amélioré leurs pratiques ESG semblent mieux placées pour survivre à la récession cette année et prospérer dans les années à venir. Plutôt qu'un outil pour améliorer l'image d'une entreprise dans les périodes d'expansion, nous estimons que des normes de durabilité élevées constitueront un avantage concurrentiel majeur pour le succès à long terme.

Les indices ESG ont moins chuté que leurs indices régionaux



Sources: SGPB. Macrobond. MSCI. data as of 30/03/2020

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

DEVISES

La reprise des tendances doit attendre la fin des restrictions Covid-19

Les effets du coronavirus dictent l'évolution de l'ensemble des marchés à présent, et les devises ne font pas exception. Leur volatilité devrait demeurer élevée.

Indice dollar Le dollar est roi, pour le moment tout au moins. La demande s'est envolée, les investisseurs et les entreprises ayant besoin d'accéder à la monnaie de réserve mondiale. La Fed a injecté des dollars supplémentaires, mais le billet vert ne s'est replié que modestement par rapport aux récents plus-hauts. La vigueur de l'USD en sa qualité de valeur refuge dans les périodes de troubles a été exacerbée cette fois-ci par l'arrêt brutal de l'activité et la panique généralisée sur les marchés. Les taux courts ont été réduits pratiquement à zéro, réduisant fortement l'avantage dont bénéficiait le dollar, mais le marché n'est pas encore prêt à se focaliser sur les fondamentaux. Cette situation changera, mais seulement au fil du temps.

EUR/USD L'euro a rebondi par rapport aux plus-bas atteints sous l'effet du coronavirus à 1,07 €, pour s'établir à un niveau légèrement moins anémique de 1,10 €. La BCE et la Fed devraient poursuivre leurs politiques d'assouplissement à court terme, en maintenant des écarts de taux d'intérêt et de rendements des obligations d'Etat très serrés. Par ailleurs, les programmes de relance des gouvernements de part et d'autre de l'Atlantique augmenteront sensiblement les déficits budgétaires. Cependant, la volonté des investisseurs de tirer profit de la sécurité perçue du dollar pourrait l'emporter. A court terme, le potentiel de hausse de l'euro est plutôt limité.

GBP/USD La livre sterling a chuté après le plus haut inscrit le 9 mars à 1,32 face au dollar, tombant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le milieu des années 1980 à 1,14. Les liquidités sur les marchés s'étaient tariées et d'importants ordres de vente étaient alors enregistrés. A deux occasions et de façon inattendue, la Banque d'Angleterre a réduit les taux de 65 pb à 0,1% et mis en place 200 Md£ de nouvelles mesures de relance via des achats de Gilts et d'obligations d'entreprise. Au cours des deux prochains mois, alors

que les économies occidentales entreront en récession, il est très difficile d'imaginer un rebond significatif de la GBP/USD.

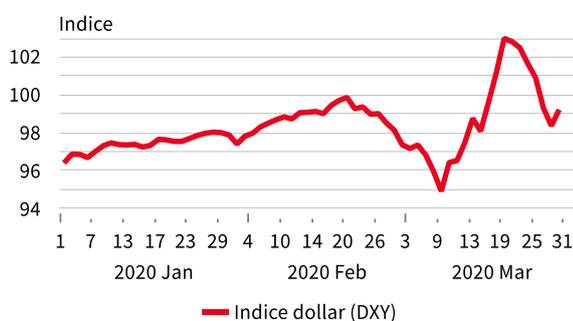
USD/JPY Durant la première partie du mois de mars, le yen a joué son rôle de valeur refuge, en s'appréciant de 112 ¥ à 102 ¥ face au dollar (une hausse de près de 10%). Cependant, il a perdu de sa vigueur depuis, se négociant de nouveau à 110 ¥. Cette évolution est due en partie à une envolée du nombre de cas de coronavirus à Tokyo et aux craintes d'un confinement. Un autre facteur a tout simplement été l'engouement persistant pour les liquidités en dollars.

EUR/CHF A l'instar du yen, le franc suisse a été très recherché à mesure que la pandémie s'est propagée. Il est ainsi revenu à des niveaux face à l'euro observés pour la dernière fois en 2015. Etonnamment peut-être, la Banque nationale suisse (BNS) s'est abstenue de réduire les taux ou d'augmenter les achats d'actifs, préférant intervenir sur le marché des changes pour tenter de ralentir la progression du franc. Si le confinement des économies devait être prolongé, une nouvelle appréciation du CHF inciterait vraisemblablement la BNS à mettre en œuvre de nouvelles mesures. Cependant, un affaiblissement durable face à l'euro devra attendre la fin de la crise.

Marchés émergents En temps normal, la baisse des taux d'intérêt américains soutiendrait les devises émergentes. Mais cette fois-ci, les circonstances sont exceptionnelles. Sous l'effet de la pandémie, les devises émergentes sont devenues un paratonnerre pour la volatilité, les mouvements de vente massifs correspondant à ceux observés durant la crise financière mondiale de 2008. Les devises comme le peso mexicain et le rouble russe ont perdu 15-20% face au dollar et de nombreuses banques centrales émergentes ont réduit les taux pour soutenir la croissance. Côté positif, toutefois, les pressions baissières se sont dissipées pour le moment après des injections de liquidités massives par la Fed pour éviter une pénurie de dollars.

USD/CNY Le yuan a connu un début d'année difficile, s'affaiblissant de 6,86 à la mi-janvier à environ 7,08 aujourd'hui face au dollar. Le pays a été le premier à être confiné, exerçant des pressions baissières sur le CNY, plus tard exacerbées par la ruée des investisseurs sur le dollar. Cependant, depuis les débuts de la crise, la situation a considérablement évolué. Le nombre de nouveaux cas semble avoir diminué, les craintes d'une « deuxième vague » ne se sont pas matérialisées et l'activité revient doucement aux niveaux antérieurs à l'apparition du virus. Avec un début d'accélération de la production des usines chinoises, le yuan devrait se raffermir pour revenir sous 7 d'ici au T2.

Le dollar s'est apprécié face aux principales devises



Source : SGPB, Bloomberg, Macrobond, 27/03/2020

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

ALTERNATIVES

Passer à Surpondérer sur les Hedge Funds

Sous l'effet de l'effondrement de la demande et de l'offre excédentaire, le prix du pétrole pourrait rester sous pression. Nous passons à Sous-pondérer. Après avoir réduit l'exposition aux actions, nous suggérons également de revenir à Neutre sur l'or. Les perturbations actuelles sur les marchés créent de nouvelles opportunités pour les hedge funds et nous suggérons de passer à Surpondérer.

Matières premières

Pétrole

Les prix du pétrole brut ont touché de nouveaux plus-bas en mars, le marché ayant essuyé deux tempêtes simultanées. Les arrêts d'activité liés au coronavirus devraient réduire la demande, de 10 à 20% de la consommation mondiale d'après des estimations récentes, dans les prochaines semaines. Et l'espoir de nouvelles baisses de production par l'OPEP et la Russie a été balayé début mars lorsque leur entente a volé en éclats, poussant l'Arabie Saoudite à annoncer une augmentation de sa production de 25% à 12,3 millions de barils par jour (mb/j) à partir d'avril.

Les prix du Brent ont chuté de plus de 60% depuis le 1er janvier à 25 \$ le baril, le plus bas niveau depuis 2003, exerçant de fortes pressions sur les producteurs américains de pétrole de schiste lourdement endettés alors qu'un risque de défaut se profile à l'horizon. Pour l'heure, la production américaine se maintient à un niveau record de 13 mb/j, mais des coups d'arrêt brutaux dans la production sont attendus plus tard cette année.

Au second semestre, la demande devrait repartir progressivement à la hausse grâce à la fin des arrêts d'activité. Cependant, malgré des baisses de la production américaine, le monde pourrait continuer de ployer sous une offre surabondante de pétrole. Dans l'ensemble, nous suggérons de passer à Sous-pondérer.

L'Or

Le cours de l'or a subi un mouvement de vente massif par rapport aux plus-hauts de début mars, plongeant de 12% alors que les investisseurs spéculatifs ont été frappés par des appels de marge, les contraignant à liquider les valeurs refuges qu'ils détiennent. Les prix ont toutefois rebondi par la suite d'environ 11% sous l'effet de la reprise de la demande.

Les flux de capitaux au profit des ETF liés à l'or demeurent robustes, totalisant 167 tonnes depuis le début de l'année d'après le World Gold Council après 400 tonnes l'année dernière. Par ailleurs, les

banques centrales émergentes continuent de reconstituer leurs réserves d'or. De plus, l'offre de lingots d'or aux investisseurs a été limitée par les arrêts d'activité liés au coronavirus. Trois des plus grandes raffineries d'or au monde en Suisse ont suspendu la fonte d'or, tandis que l'expédition d'or a pâti des annulations généralisées de vols par les compagnies aériennes.

L'or a été particulièrement apprécié cette année pour la construction de portefeuille, puisqu'il compense la volatilité observée sur les marchés actions. Même s'il reste notre outil de diversification favori, nous avons récemment réduit l'allocation suggérée aux actions et sommes donc passés à Neutre sur l'or.

Hedge funds

Long/Short (L/S) Equity

Pour l'heure, les actions mondiales dépendent plus de l'alternance entre aversion et appétit pour le risque que des fondamentaux, compliquant ainsi la vie pour les gérants L/S Equity. Ces retournements brutaux de la dynamique sont également une gageure pour les fonds L/S Market Neutral puisque les corrélations entre les actions ont tendance à augmenter. Nous suggérons de passer à Sous-pondérer.

Event Driven

La récession induite par le coronavirus a conduit les investisseurs à s'interroger sur la faisabilité des opérations de fusion-acquisition, entraînant un net élargissement des écarts entre prédateur et proie. Ces importantes perturbations améliorent les bénéfices potentiels des stratégies Merger Arbitrage et nous continuons de Surpondérer. Les fonds Special Situations (spécialisés dans les opérations comme les scissions) devraient bénéficier des efforts de restructuration renforcés des entreprises.

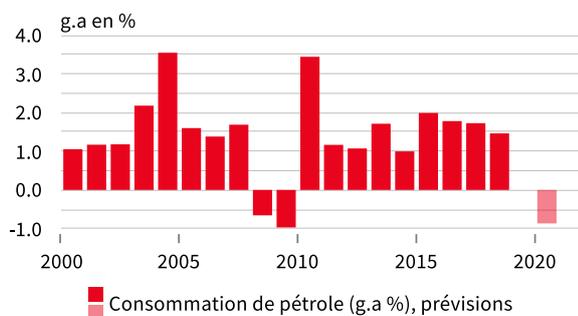
Fixed Income Arbitrage

L'illiquidité et la hausse du risque de défaut sur les marchés du crédit laissent entendre que l'exposition aux stratégies L/S Credit devrait être ramenée à Neutre. D'autre part, les fonds Fixed Income Arbitrage devraient voir apparaître de nouvelles opportunités alors que les banques centrales renforcent leurs achats d'actifs. Nous suggérons de passer à Surpondérer.

Global Macro / CTA

Il convient, selon nous, de rester Neutres. L'évolution rapide des actions, qui ont quitté des plus-hauts historiques pour plonger dans un marché baissier, et la forte volatilité des obligations souveraines ont été difficiles à appréhender pour les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA). Au sein du segment Global Macro, nous préférons les gérants qui exercent un pouvoir discrétionnaire face aux stratégies plus systématiques, et au sein du segment des fonds macro émergents, nous préférons les stratégies axées sur l'Asie.

La demande de pétrole devrait fortement diminuer



Source : SGPB, Macrobond, 27/03/2020

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

THEMATIQUES TACTIQUES ET STRATEGIQUES

Stratégies ouvertes

Lancement	Conviction	Description de la stratégie	Horizon d'invest.
27/11/14	L'or bleu (Eau)	De nombreuses régions du globe subissent d'importantes ruptures d'approvisionnement en eau. L'eau reste sous-évaluée.	Stratégique
15/06/16	De l'influence des changements démographiques sur les dépenses futures	La croissance et le vieillissement de la population créent des opportunités d'investissement dans divers secteurs.	Stratégique
06/07/17	Génération digitale : changement de donne	Les sociétés parvenant à anticiper et/ou réagir rapidement aux nouvelles tendances de consommation seront les principales bénéficiaires du pouvoir d'achat grandissant de la génération Y.	Stratégique
06/10/17	Obligations convertibles : le Yin et le Yang	Les obligations convertibles combinent les attributs de différentes classes d'actifs en une seule. Si leur qualité de crédit n'est pas remise en question, elles peuvent offrir un potentiel de hausse illimité avec une protection contre une baisse éventuelle.	Stratégique
08/12/17	Des titres assurantiels à contre-courant	Les titres assurantiels représentent une source de rendement décorrélée pour les portefeuilles obligataires. Le récent repli généré par les ouragans US crée un bon point d'entrée sur ce segment.	Stratégique
29/03/18	Intelligence artificielle : de la fiction à la réalité	La Chine pourrait bien devenir la première économie numérique et devancer les Etats-Unis cette année. Les dépenses mondiales en informatique cognitive et en intelligence artificielle devraient augmenter de 12 milliards de dollars en 2017 à 57,6 milliards de dollars en 2021. En dehors de la technologie, la croissance de l'IA est plus contenue, mais des progrès importants ont été accomplis dans presque chaque secteur.	Stratégique
07/12/18	La cybercriminalité, un risque omniprésent	La connexion à internet est devenue indispensable dans l'économie globale, générant des risques de cybercriminalité qui nécessitent des investissements importants en cybersécurité.	Stratégique
07/12/18	Le retour du « champion national »	Devant le coup d'arrêt donné à la globalisation et la montée de l'interventionnisme d'Etat, quelques champions nationaux devraient tirer bénéfice de protection et de soutien plus forts.	Stratégique
20/03/19	Comblent l'écart hommes-femmes	L'égalité hommes-femmes devrait être considérée comme un avantage stratégique dont les entreprises peuvent bénéficier durablement. Investir dans ces entreprises devrait permettre aux investisseurs de profiter de ces avantages.	Stratégique
21/06/19	Technologie 5G : une percée majeure pour les télécoms	La révolution 5G pourrait créer des opportunités d'investissement attrayantes pour les fournisseurs d'équipements et les entreprises capables de tirer parti des capacités offertes par le nouveau réseau.	Stratégique
21/06/19	Révolution entrepreneuriale en Afrique	L'Afrique est la nouvelle frontière en termes de croissance et d'investissement. Une expansion rapide à travers le continent crée des opportunités attrayantes pour les entrepreneurs et les investisseurs disposés à prendre des risques.	Stratégique
21/06/19	Changement climatique : la décarbonisation s'intensifie	La transition mondiale vers une économie à faible émission de carbone offre des opportunités d'investissement dans une multitude de secteurs.	Stratégique
21/06/19	Obligations vertes	Grâce à l'amélioration de leur liquidité, les obligations vertes sont une classe d'actifs prometteuse procurant un impact positif ainsi qu'une durabilité à long terme.	Stratégique
18/09/2019	Réflexion sur une alimentation durable	Le défi de nourrir la population mondiale crée des opportunités d'investissement dans des entreprises qui œuvrent pour produire une alimentation plus saine et plus durable.	Stratégique
29/11/2019	L'Espace – la dernière frontière	Les progrès technologiques rapides dans les satellites et les fusées et la prolifération de nouveaux venus ouvrent une frontière d'investissement.	Stratégique
29/11/2019	La révolution HealthTech – investir pour un avenir plus sain	La hausse des coûts et des besoins croissants forcera la technologie à intervenir dans la chaîne de valeur du secteur de la santé.	Stratégique
31/03/2020	Obtenir des rendements indépendants	Les turbulences de marché créent des opportunités pour les investisseurs patients, dans les contrats à terme sur dividendes.	Tactique
31/03/2020	Le développement durable sur le long terme	Nous pensons qu'une durabilité et des normes ESG élevées constitueront un avantage concurrentiel clé pour un succès à long terme.	Stratégique

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream. Donnée au 27/03/2020 * Stratégique : 1-3 ans. Tactique : 3-12 mois

Changement par rapport au trimestre précédent

Stratégies fermées

Lancement	Conviction	Principale raison	Type
20/03/2019	La macro devrait doper la dette émergente	Les marchés de la dette émergente devraient être durement touchés par la récession mondiale, la faible liquidité et les sorties de capitaux.	Stratégique
29/11/2019	Exposition nordiques – reprise des devises scandinaves	La chute des prix du pétrole exerce une pression à la baisse sur le NOK.	Tactique

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream, données au 27/03/2020

PREVISIONS ECONOMIQUES MONDIALES

Croissance et inflation

Variations en g.a.* (%)	Croissance du PIB réel					Indices des prix à la consommation				
	2017	2018p**	2019p	2020p	2021p	2017	2018p*	2019p	2020p	2021p
Monde (pond. liée au chg.)	3,4	3,2	2,6	1,1	2,7	2,6	3,0	2,8	2,7	2,3
Monde (pond.** lié au PPP°)	3,9	3,7	3,0	2,0	3,4	3,2	3,8	3,7	3,6	3,1
Pays développés (PPA)	2,5	2,3	1,7	-0,5	1,3	1,7	1,9	1,4	1,1	1,2
Pays émergents (PPA)	4,9	4,7	3,9	3,6	4,7	4,3	5,0	5,2	5,3	4,3
Pays développés										
US	2,4	2,9	2,3	-1,4	0,8	2,1	2,4	1,8	1,7	1,1
Zone Euro	2,6	1,9	1,2	-0,7	1,2	1,5	1,8	1,2	0,4	1,2
Allemagne	2,5	1,5	0,6	-1,0	1,1	1,7	1,9	1,3	0,5	1,1
France	2,4	1,7	1,3	-0,8	1,4	1,2	2,1	1,3	0,6	1,2
Italie	1,8	0,7	0,3	-1,4	0,5	1,4	1,2	0,7	0,2	1,2
Espagne	3,0	2,6	2,0	-0,4	0,8	2,0	1,7	0,8	-0,2	1,2
R.-U.	1,8	1,4	1,4	0,3	1,1	2,7	2,5	1,8	1,3	1,9
Japon	1,9	0,8	0,7	-0,5	2,1	0,5	1,0	0,5	0,0	1,0
Suisse	1,7	2,5	0,9	-0,3	1,0	0,5	0,9	0,4	-0,3	0,1
Australie	2,4	2,8	1,8	1,5	2,8	2,0	2,0	1,6	1,7	1,8
Pays émergents										
Chine	6,9	6,6	6,1	4,5	6,4	1,5	2,1	2,9	3,4	1,9
Corée du Sud	3,2	2,7	2,0	0,5	3,0	1,9	1,5	0,4	1,0	1,4
Taïwan	3,1	2,6	2,7	1,5	3,1	0,4	1,0	0,8	0,1	0,8
Inde***	6,8	7,4	5,3	4,7	6,3	3,3	4,0	3,4	4,4	4,0
Indonésie	5,1	5,2	5,0	4,4	5,1	3,8	3,2	3,0	2,9	3,0
Brésil	1,1	1,1	1,1	0,7	1,6	3,4	3,7	3,7	3,8	3,5
Mexique	2,4	2,0	-0,1	-0,4	1,5	6,0	4,9	3,6	3,4	3,0
Chili	1,3	4,0	1,2	1,0	2,4	2,2	2,7	2,3	3,8	2,7
Russie	1,6	2,3	1,3	1,3	1,9	3,5	3,1	4,2	3,1	4,3
Slovaquie	3,2	4,1	2,3	1,2	2,6	1,4	2,5	2,8	2,0	1,7
République tchèque	4,5	2,9	2,4	0,4	2,4	2,5	2,1	2,8	2,9	1,6

* g.a. : glissement annuel

** (p : prévision)

*** PPP: Parité du pouvoir d'achat

**** Pour l'Inde, moyennes calculées sur l'année fiscale, qui se termine en mars.

Sources : SG Cross Asset Research / Recherche économique, FMI, 27/03/2020

Les projections ne constituent pas un indicateur fiable des performances futurs.

PERFORMANCE DES MARCHES

Actions pays développés		Performance – rendement total (en devises locales)							
	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P500	2630	-15,4%	-18,4%	-18,2%	-4,8%	3,0%	19,1%	40,1%	41,7%
DJ Euro Stoxx 50	2848	-20,4%	-24,3%	-23,7%	-11,2%	-6,7%	-8,3%	10,0%	-7,5%
FTSE100	5816	-16,7%	-22,8%	-21,9%	-15,3%	-7,6%	-9,8%	12,7%	3,7%
Topix	1399	-12,8%	-19,0%	-18,7%	-11,3%	-12,2%	-3,0%	12,1%	-0,5%
MSCI AC World (\$)	447	-16,9%	-20,5%	-20,5%	-9,5%	-7,1%	7,7%	26,3%	19,4%

Obligations pays développés		Performance – rendement total (en devises locales)							
	Rendement à maturité	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
ICE BAML Corp Euro IG	1,91%	-7,7%	-6,9%	-0,8%	-3,6%	-1,5%	0,5%	2,8%	3,4%
ICE BAML Corp Euro HY	7,20%	-15,8%	-15,7%	-6,2%	-10,6%	-9,1%	-5,0%	3,6%	3,2%
ICE BAML Corp US IG	4,04%	-9,4%	-6,2%	7,2%	2,2%	7,9%	10,1%	14,6%	15,5%
ICE BAML Corp US HY	9,88%	-15,6%	-15,5%	-3,4%	-9,8%	-4,6%	-0,3%	15,9%	11,1%
ICE BAML Corp UK IG	3,20%	-9,0%	-6,7%	4,4%	-0,4%	4,0%	5,8%	17,3%	16,7%
FTSE US Gvt Bond Index 3-7 years		2,9%	5,9%	5,7%	9,7%	14,9%	14,3%	14,0%	17,0%
FTSE German Gvt Bond Index 3-7 years		-0,6%	0,0%	0,3%	0,1%	1,8%	1,2%	1,2%	2,5%
FTSE UK Gvt Bond Index 3-7 years		0,9%	1,9%	2,0%	2,9%	6,1%	4,5%	6,9%	10,1%
FTSE Japanese Gvt Bond Index 3-7 years		-0,3%	0,1%	0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,9%	0,7%

Actions pays émergents		Performance – rendement total (en USD)							
	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
MSCI EM	851	-18,2%	-23,0%	-23,4%	-16,5%	-23,7%	-4,5%	17,0%	1,6%
MSCI EM Asia	459	-14,8%	-18,3%	-18,8%	-11,6%	-18,9%	3,7%	26,3%	9,8%
MSCI EMEA	181	-25,3%	-31,6%	-32,0%	-25,3%	-34,1%	-22,4%	-6,3%	-19,9%
MSCI Latam	1691	-33,0%	-42,0%	-41,6%	-36,4%	-40,4%	-28,9%	-7,9%	-19,0%

Obligations pays émergents		Performance – rendement total (en USD)							
Index	Rendement à maturité	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
ICE BAML EM Sovereign	7,23%	-14,1%	-12,9%	-2,0%	-7,2%	-5,4%	-0,4%	7,8%	11,4%
Asia	5,00%	-10,8%	-7,9%	6,1%	0,4%	6,6%	10,2%	17,3%	21,2%
EMEA	7,21%	-13,9%	-13,3%	-1,4%	-6,0%	-4,9%	1,4%	7,7%	12,8%
Latam	8,49%	-16,1%	-14,9%	-6,6%	-12,5%	-11,4%	-7,3%	3,6%	5,1%
ICE BAML EM Corp	6,48%	-10,6%	-8,5%	2,4%	-2,3%	6,1%	8,7%	13,8%	17,7%
Asia	5,41%	-6,8%	-4,4%	5,6%	1,0%	0,4%	5,0%	12,4%	20,8%
EMEA	6,45%	-10,8%	-9,4%	2,0%	-2,0%	-5,7%	0,3%	16,0%	12,5%
Latam	8,83%	-17,7%	-15,6%	-3,7%	-8,9%	5,2%	9,0%	14,0%	15,4%

Sources : SGPB, Bloomberg, Datastream (données au 27/03/2020)

BAML : Bank of America Merrill Lynch, EM : Marché émergents, IG : Investment Grade, LatAm : Latin America

Corp : Obligations d'entreprise, EMEA : Europe, Moyen Orient, et Afrique, HY : Haut rendement, Gvt : Gouvernement

PERFORMANCES DES MARCHES ET PREVISIONS

Devises	Actuel	Prévisions		Performance					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
EUR/USD	1,10	1.11	1.16	-3,8%	-2,1%	-11,4%	2,1%	-1,2%	1,3%
USD/JPY	110	110	105	0,0%	-0,9%	4,0%	-1,6%	-3,1%	-8,1%
EUR/CHF	1,06	1.04	1.09	-5,6%	-5,1%	-9,7%	-0,7%	-2,6%	1,4%
USD/CHF	1,22	1.27	1.33	-4,4%	-7,6%	-14,2%	-2,1%	-13,7%	-17,8%
GBP/USD	0,90	0.87	0.87	0,5%	6,0%	3,4%	4,4%	14,5%	23,3%

Rendements 10 ans	Actuel	Prévisions		Performance (en devises locales)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Etats-Unis	0,8%	0,6%	1,3%	-188	-160	-203	-159	-109	-119
Allemagne	-0,4%	-0,5%	0,0%	-62	-36	-89	-78	-55	-59
Royaume-Uni	0,4%	0,3%	0,6%	-87	-61	-104	-80	-106	-119

Matières premières	Actuel	Prévisions		Performance (en dollar)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Or en USD	1631	1625	1725	27,3%	24,1%	20,3%	30,6%	33,6%	35,2%
Pétrole (Brent) en USD	26,6	27.0	33.0	-50,0%	-60,9%	-62,1%	-47,6%	-33,4%	-54,2%

Actions	Actuel	Prévisions		Performance – Rendement total (en devise locale)					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P 500	2630	2600	2900	-18,2%	-4,8%	3,0%	19,1%	40,1%	41,7%
Euro Stoxx 50	2848	2750	3100	-23,7%	-11,2%	-6,7%	-8,3%	10,0%	-7,5%
FTSE 100	5816	5600	6250	-21,9%	-15,3%	-7,6%	-9,8%	12,7%	3,7%
Topix	1399	1450	1600	-18,7%	-11,3%	-12,2%	-3,0%	12,1%	-0,5%

Source : Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (données au 27/03/2020), pb = points de base

BAML: Bank of America Merrill Lynch, EM: Marchés émergents, IG: Investment Grade, LatAm: Amérique Latine

Corp: Corporat, EMEA: Europe, Moyen Orient, Afrique, HY: Haut rendement

Les projections ne constituent pas un indicateur fiable des performances futurs.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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

Objet du document

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

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

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

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

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

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

Conflit d'Intérêts

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

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

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

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

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

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

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

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

Avertissement d'ordre général

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avertissements spécifiques par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et sous le contrôle de l'*Autorité des Marchés Financiers* (« AMF »). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 066 714 36,50EUR au 1^{er} août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

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

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

Suisse : Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ch. Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document. Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS. Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Societe Generale

SA Capital EUR 1,009,897,173.75 at 31 December 2018

Registered under Paris RCS N°552 120 222

Societe Generale Private Banking

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

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



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