

# NOTRE POINT DE VUE

## T3 2020



## Gardons l'équilibre

### Situation macro-économique

Nous avons observé une reprise des ventes au détail et une amélioration des enquêtes de confiance des chefs d'entreprise ces dernières semaines, alors que les grandes économies avancées commencent à sortir du confinement. Cependant, l'activité reste sensiblement inférieure aux niveaux antérieurs à la crise et des difficultés subsistent (les cas de COVID-19 continuent d'augmenter à travers le monde et les restrictions sur l'activité pourraient être maintenues pendant un certain temps). Par ailleurs, les inscriptions au chômage aux Etats-Unis se maintiennent autour des 20 millions, laissant entendre que les entreprises tardent à reconstituer leurs effectifs. Nous continuons d'anticiper une reprise progressive plutôt qu'un retour rapide aux niveaux d'activité d'avant-crise. Les plans d'aide fiscale et budgétaire demeurent ainsi nécessaires.

### Banques centrales

Comme attendu, la Réserve fédérale américaine (Fed) a ralenti le rythme de ses achats d'actifs récemment alors que les avoirs accumulés ont augmenté de 71% depuis fin février. Cependant, son engagement à soutenir le système financier par d'amples injections de liquidités n'a pas faibli. De même, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé récemment que les banques de la zone euro avaient massivement sollicité un refinancement à long terme très avantageux, ce qui devrait contribuer à améliorer la rentabilité des banques et encourager un renforcement des prêts accordés aux clients. Dans le monde émergent, la plupart des banques centrales ont abaissé les taux, un grand nombre d'entre elles procédant à des achats d'actifs et la Chine continue de réduire le taux des réserves obligatoires qui pèsent sur les prêts bancaires.

### Marchés financiers

Les achats réalisés par les banques centrales contribuent à maintenir les rendements des obligations d'Etat près de plus-bas historiques (et même à des niveaux négatifs dans de nombreux pays du cœur de la zone euro), permettant ainsi aux marchés d'absorber les importantes quantités de nouveaux emprunts d'Etat pour financer leurs programmes de soutien. Les obligations d'entreprise de qualité sont également ciblées dans les programmes d'achat d'actifs. Les emprunteurs peuvent ainsi refinancer leur dette à des taux très bas. Le contexte marqué par d'amples liquidités a entraîné un rebond extraordinaire des actions par rapport aux plus-bas de fin mars et continuera d'apporter son soutien. Cependant, les bénéfices des entreprises s'effondrent et les valorisations sont élevées, plaidant en faveur du maintien d'une exposition Neutre.

### Conclusion

Au sein des marchés obligataires, nous avons une nette préférence pour les obligations Investment Grade face aux obligations d'Etat et à haut rendement (High Yield, HY), pour ces dernières le risque de défaut demeure élevé. Les actions britanniques ont sous-performé d'autres marchés européens depuis le début de l'année et semblent désormais attractives, justifiant un relèvement du positionnement. Nous proposons également d'adopter une position Surpondérée sur les actions de la zone euro, qui devrait être légitimée par des taux d'infection au COVID-19 généralement faibles et une reprise cyclique des bénéfices. Les mêmes facteurs devraient soutenir l'euro face à un dollar cher, et nous suggérons de passer à Surpondérer. Enfin, l'or et les hedge funds restent nos outils de diversification de portefeuille préférés.

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



## NOS PRINCIPALES CONVICTIIONS

---

### **Rester équilibré**

Les réponses politiques à la récession provoquée par le COVID-19 ont été impressionnantes. De fait, les banques centrales ont cherché à assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et les gouvernements se sont lourdement endettés pour soutenir les entreprises et les particuliers. Les importantes injections de liquidités devraient contribuer à maintenir des rendements bas pour les obligations d'Etat et un appétit pour le risque élevé. Nous suggérons de conserver une exposition Neutre aux actions et légèrement Sous-pondérée aux obligations dans ce contexte.

### **L'euro devrait se raffermir face au dollar**

Les différentiels de taux d'intérêt entre le dollar et l'euro se sont effondrés, faisant disparaître un facteur de soutien majeur pour le billet vert, tandis que le fonds de relance annoncé par l'UE devrait soutenir les pays les plus fragilisés par la pandémie. Par ailleurs, le soutien fiscal apporté aux particuliers et aux entreprises devrait contribuer à atténuer les effets de la récession. L'euro reste fortement sous-évalué et devrait désormais regagner du terrain face au dollar.

### **Surpondérer les obligations d'entreprise Investment Grade sur les marchés obligataires**

Afin de garantir que les entreprises puissent bénéficier d'un financement aisé sur les marchés durant la crise, les banques centrales ont renforcé leurs programmes d'achat d'obligations d'entreprise. Leurs achats ont contribué à réduire les écarts de rendement face aux obligations d'Etat ces derniers mois, mais le segment reste une source attrayante de revenus positifs par opposition à de nombreuses obligations d'Etat produisant un rendement négatif, tandis que les obligations à haut rendement (High Yield, HY) moins bien notées restent vulnérables.

### **Les actions de la zone euro devraient surperformer**

Les taux d'infection restent faibles parmi les Etats membres de la zone euro plusieurs semaines après que les restrictions d'activité ont été assouplies, ce qui devrait renforcer la confiance des entreprises et des consommateurs dans la région. Par ailleurs, l'approbation du fonds de relance de l'UE constituerait une avancée vers une plus grande intégration, un facteur positif à long terme. Les mesures d'aide fiscale et monétaire devraient rester fermement en place, contribuant à raviver l'intérêt pour les marchés à la traîne, comme les marchés actions européens.

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

Dans la mesure où les obligations d'Etat mondiales offrent des rendements négatifs ajustés de l'inflation, elles sont aujourd'hui un outil de diversification moins utile qu'il ne l'a été durant de nombreuses années. Les hedge funds et l'or sont nos sources préférées de potentiel de rendement à faible corrélation. Les hedge funds peuvent couvrir une exposition aux marchés au moyen de ventes à découvert, en réduisant leur sensibilité aux fluctuations des prix, tandis que l'or est recherché par les investisseurs qui se préoccupent des effets de la dégradation des déficits budgétaires sur les devises.

### **Rester flexible**

Nous avons profité du retour au calme sur les marchés actions ces derniers mois pour revenir, comme suggéré, à une position Neutre sur les actions, en redéployant les réserves de liquidités constituées en mars. Nous continuons de surveiller les principaux indicateurs en matière de cycle économique, de valorisations, de dynamique et de sentiment afin de déterminer si de nouveaux ajustements par rapport au positionnement seraient souhaitables. Pour affronter la tourmente du COVID-19, il convient de faire preuve d'une grande flexibilité.

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

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

| ACTIONS               |   |
|-----------------------|---|
| <b>Etats-Unis</b>     | Les risques associés à la pandémie sont compensés, pour l'heure, par des mesures d'aide monétaire et fiscale. Nous sommes Neutres.  |
| <b>Europe</b>         | Il est encore possible que le Conseil européen approuve le projet de fonds de relance de 750 Md€ lors de son sommet qui se tiendra à la mi-juillet.   |
| <b>Zone euro (ZE)</b> | Les enquêtes de confiance des chefs d'entreprise ont fortement rebondi, reflétant le passage du confinement à une réouverture progressive de l'activité. Nous passons à Surpondérer.  |
| <b>Royaume-Uni</b>    | Après avoir sous-performé d'autres marchés européens depuis fin 2019, nous suggérons désormais de passer à Neutre sur le marché actions britannique.  |
| <b>Suisse</b>         | Les actions suisses ont fait office de valeurs refuges cette année, compte tenu des fortes pondérations du marché en faveur des valeurs de qualité dans les secteurs défensifs.   |
| <b>Japon</b>          | Mesuré en pourcentage du PIB, le plan d'aide déployé par le gouvernement pour soutenir l'économie est le plus important parmi les économies avancées, alors que les mesures de confinement ont été moins restrictives qu'ailleurs. Nous sommes Neutres. |
| <b>Pays émergents</b> | Le marché actions chinois est l'un des rares à avoir affiché une performance positive depuis le début de l'année. Ailleurs, le Brésil et la Russie sont confrontées à de profondes récessions.  |

| OBLIGATIONS                     |  |
|---------------------------------|--|
| <b>Souveraines</b>              | Etant donné que l'inflation est sensiblement inférieure à l'objectif et que la banque centrale continue d'acheter des montants significatifs d'obligations d'Etat, il est peu vraisemblable que les taux longs augmentent fortement. |
| <b>Maturités*</b>               | Nous préférons les obligations à court terme en Europe et aux Etats-Unis.  |
| <b>Indexées sur l'inflation</b> | L'inflation devrait repartir à la hausse à plus long terme. Nous passons de Sous-pondérer à Neutre.  |
| <b>Entreprises</b>              | En raison du ralentissement des nouvelles émissions par rapport au rythme actuel, les investisseurs devraient privilégier les obligations d'entreprise Investment Grade.   |
| <b>Haut rendement</b>           | Les obligations à haut rendement restent plus vulnérables aux difficultés économiques, en particulier les émetteurs les plus fragiles.   |
| <b>Dettes émergentes</b>        | Les risques de ralentissement de la croissance économique demeurent élevés, puisque le virus se propage encore rapidement dans les grandes économies. Nous restons Sous-pondérés.  |

| DEVISES                   |   |
|---------------------------|---|
| <b>EUR/USD</b>            | Les écarts de taux d'intérêt entre les deux devises se sont effondrés cette année, faisant disparaître l'un des facteurs de soutien du dollar. L'euro devrait s'apprécier, et nous recommandons une couverture partielle de l'exposition au dollar au sein des portefeuilles. |
| <b>GBP/USD</b>            | La livre sterling est susceptible de fluctuer en réaction aux nouvelles géopolitiques. A un horizon de trois mois, nous estimons que la parité GBP/USD sera légèrement plus élevée que les niveaux actuels.   |
| <b>EUR/GBP</b>            | Les négociations sur le Brexit pourraient dicter l'évolution de l'EUR/GBP à court terme.  |
| <b>USD/JPY</b>            | Nous estimons que des liquidités abondantes continueront de soutenir l'appétit pour le risque. Dans l'ensemble, l'USD/JPY devrait se maintenir dans la fourchette de 106-110.   |
| <b>EUR/CHF</b>            | Les liquidités abondantes étant susceptibles d'encourager les preneurs de risque à revenir sur les marchés, nous nous attendons à ce que l'euro se rapproche de 1,07/1,08 dans les prochains mois.  |
| <b>Devises émergentes</b> | Malgré la récente appréciation des devises émergentes, plusieurs nations sont aujourd'hui les nouveaux epicentres de la pandémie. Les devises émergentes ne sont pas encore au bout de leurs peines.  |

| ALTERNATIVES       |   |
|--------------------|---|
| <b>Hedge funds</b> | Nous proposons de Surpondérer les hedge funds, en particulier les fonds spécialistes des stratégies Merger et Fixed Income Arbitrage, ainsi que les stratégies Global Macro dans les marchés émergents. |
| <b>Or</b>          | L'or continue d'enregistrer de nouveaux plus-hauts depuis huit ans grâce à une demande robuste des banques centrales et des investisseurs dans les ETF.   |
| <b>Pétrole</b>     | Les prix pétroliers pourraient perdre en partie les gains réalisés récemment, la demande restant limitée.   |

Source : SGPB, 26/06/2020

\* 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

### Un marché de contradictions

Les marchés demeurent volatils et donc plus imprévisibles que d'habitude. Nous continuerons d'observer les marchés de près et serons attentifs à tout changement du régime économique, des valorisations, du « momentum » (dynamique des prix) et du sentiment. Certains (ou l'ensemble) de ces facteurs pourraient bien annoncer un renforcement de l'allocation aux risques prochainement.

Le contexte économique et de marché actuel est en proie à de multiples dichotomies. D'une part, à 2,5 millions, le chiffre des créations d'emplois aux Etats-Unis (la première économie mondiale) est le plus élevé jamais enregistré. D'autre part, les Etats-Unis affichent encore leur taux de chômage le plus élevé depuis la Grande Dépression. D'une part, les marchés actions mondiaux viennent de subir le marché baissier le plus rapide de l'histoire, accusant une baisse de 32,6% entre le 19 février et le 23 mars. D'autre part, ils ont rebasculé dans l'un des marchés haussiers les plus rapides, s'inscrivant en hausse de 32,9% entre le 23 mars et le 24 juin. Il y aurait encore beaucoup à dire, mais le message est clair. Il est aisé de voir comment les experts et les prévisionnistes peuvent être pris au dépourvu dans un environnement marqué par des contradictions évidentes. Avec du recul, concentrons-nous sur les informations dont nous disposons. Tout d'abord, les pertes colossales essuyées en mars étaient attribuables à une pandémie hors de contrôle jusqu'à ce que des mesures de confinement strictes ralentissent le rythme de la propagation du virus. Ensuite, les gouvernements et les banques centrales ont engagé des dépenses fiscales et des mesures de relance monétaire dans des proportions impensables pour aider à stabiliser les économies et apporter des liquidités au système financier. Ces décisions se sont avérées suffisantes pour donner un puissant coup de fouet aux marchés. Nous prenons la pleine mesure de ces facteurs significatifs et puissants. Néanmoins, il est plus important que jamais de rester fidèle à notre processus et de ne pas nous laisser emporter par des changements d'humeur dans des périodes aussi incertaines. Voici comment se présentent aujourd'hui certains des piliers sur lesquels repose notre processus :

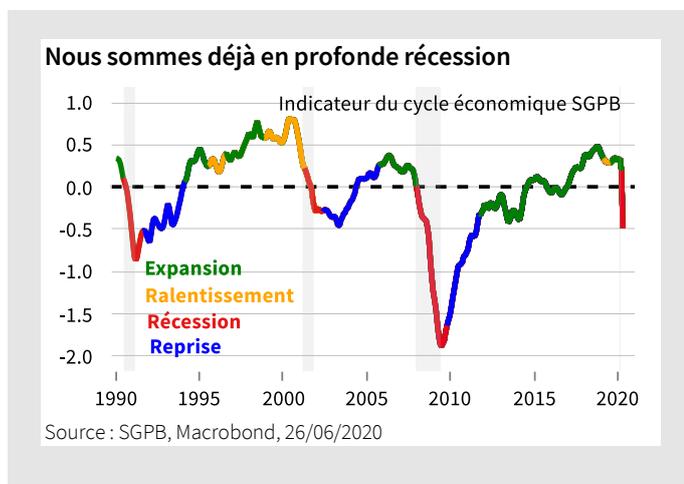
**Régime économique** : l'économie mondiale connaîtra sa récession la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale en 2020 d'après les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI), avec une baisse attendue de la production mondiale de -4,9%. Même si les restrictions sont assouplies, une contraction des économies avancées de -8% est encore attendue cette année. Le FMI estime que la croissance rebondira de 4,8% en 2021, à condition qu'aucune deuxième vague d'infections ne contraigne à réinstaurer des mesures de confinement. Notre stratégie sera dictée par le moment où le « régime » actuel de récession laissera place à une reprise, peut-être dès le T3. Mais nous n'en sommes pas encore là.

**Valorisations** : les valorisations des actions restent chères en valeur absolue. Le marché boursier américain affiche actuellement un multiple cours/bénéfices à douze mois de 26,2x, le plus haut depuis 2002. Ces niveaux sont élevés. Cependant, avec des taux pratiquement nuls, une tolérance plus grande que d'habitude à l'égard des valorisations est justifiée. Par ailleurs, lorsqu'on les compare aux obligations cash ou d'Etat, les actions présentent encore un avantage clair en termes de rendements attendus à long terme. Ainsi, tandis que les actions sont chères, les implications sont loin d'être évidentes.

**« Momentum »** : la récente remontée des marchés actions illustre bien pourquoi la dynamique est un facteur déterminant dans notre processus. Les marchés n'ont pas à suivre les prévisions, ou même la logique, et les tendances elles-mêmes peuvent s'auto-entretenir. Le marché actions mondial est désormais proche de la moyenne mobile sur dix mois que nous privilégions. Si la dynamique redevient durablement positive, la prise de risque sera alors encouragée.

**Sentiment** : le sentiment vis-à-vis des actifs risqués a fortement fluctué ces derniers mois. A présent, il fait fi des plus-bas du mois de mars mais reste loin du pessimisme à l'état pur qui offre habituellement l'opportunité de prendre davantage de risque. En effet, compte tenu de la vigueur du rebond des deux derniers mois, nous assistons bien à une reprise de confiance, même si nous n'entrevoions pas de complaisance. Dans l'ensemble, nous sommes en territoire neutre.

**Conclusion.** Compte tenu des éléments qui précèdent, nous restons prudents. Les marchés demeurent volatils et donc plus imprévisibles que d'habitude. Nous continuerons d'évaluer les marchés et serons attentifs à tout changement du régime économique, des valorisations, de la dynamique et du sentiment. Certains (ou l'ensemble) de ces facteurs pourraient bien annoncer un prochain renforcement de l'allocation aux risques.



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

## Un revirement de tendance progressif ?

Alors que débute le troisième trimestre, le creux de la croissance économique est vraisemblablement derrière nous, même si la reprise ne sera que progressive et les incertitudes demeurent élevées. Dans la mesure où les achats des banques centrales continuent de maintenir des taux et des écarts de rendement (« spreads ») bas et où les nouvelles émissions ralentissent par rapport au rythme actuel, les investisseurs devraient privilégier les obligations d'entreprise Investment Grade (IG).

### Taux

**États-Unis.** Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, la Fed a revu ses projections pour le taux Fed Funds pour la première fois depuis décembre (les prévisions de mars ont été ignorées à cause de la crise liée au COVID-19). Les taux devraient se stabiliser aux niveaux actuels jusqu'en 2022 au moins, une projection renforcée par un message fort du Président Jerome Powell qui déclare qu'ils ne « pensent même pas à penser à relever les taux ». Etant donné aussi que l'inflation est sensiblement inférieure à l'objectif, que la croissance ne devrait pas se redresser rapidement et que la banque centrale continue d'acheter des montants significatifs d'obligations d'Etat, il est peu vraisemblable que les taux courts et longs augmentent fortement.

**Zone euro.** Comme prévu, la décision rendue par la Cour constitutionnelle allemande le mois dernier n'a pas poussé la BCE à réduire ses achats d'actifs. Au contraire, la banque centrale a décidé de les renforcer de 600 Md€ supplémentaires d'ici à mi-2021. Par ailleurs, les détails du Programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) ont été communiqués pour la première fois. Comme avec le Programme d'achat d'actifs (APP) existant, les obligations d'Etat représentent approximativement 80%, avec une inclination en faveur des pays de la périphérie, à savoir l'Italie et l'Espagne, au détriment de l'Allemagne et, dans une moindre mesure, de la France. Avec 315 Md€ achetés au 19 juin, la BCE a encore plus de 1 000 Md€ à acheter dans l'année à venir dans le cadre du PEPP et de l'APP, un montant remarquable qui maintiendra les taux courts et longs à des niveaux bas pendant quelque temps.

**Royaume-Uni.** Comme prévu, la Banque d'Angleterre (BoE) a augmenté la taille des achats d'actifs de 100 Md€. Des risques de ralentissement continuent de peser sur la croissance et de nouvelles mesures d'assouplissement pourraient être nécessaires.

### Crédit

**États-Unis.** Une action décisive de la Fed a soutenu les marchés du crédit au-delà des attentes, malgré le ralentissement économique et la détérioration des fondamentaux. L'économie étant susceptible de franchir un cap au T3, nous estimons que les obligations IG continueront de bénéficier des achats de la banque centrale, du ralentissement des émissions et de la recherche de rendement de la part des investisseurs. Nous proposons de passer à Surpondérer. Concernant les obligations à haut rendement (HY), nous restons convaincus que les marchés font preuve d'un excès de confiance quant aux risques économiques et aux défauts potentiels. Cependant, des liquidités abondantes compensent ces facteurs en faisant baisser la prime de risque sur les spreads. Nous suggérons donc de passer à Neutre.

**Zone euro.** Malgré l'environnement économique difficile, les spreads de crédit ont mieux résisté que prévu. Les marchés des obligations IG, en particulier, ont pu absorber des montants significatifs de nouvelles obligations (principalement dans le secteur non-financier, éligible auprès de la BCE). Malgré la contraction économique et le net accroissement de l'effet de levier au bilan, nous estimons que cet appétit notable pour les obligations IG persistera pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le creux de la croissance économique sera prochainement derrière nous, même si la reprise sera lente. Ensuite, la hausse de l'endettement des entreprises pourrait commencer à s'inverser, l'amélioration des bénéfices permettant aux entreprises de commencer à assainir leurs bilans. Puis, les nouvelles émissions ralentiront au second semestre de l'année. Et enfin, la BCE continuera d'acheter des montants significatifs d'obligations. Les obligations HY restent plus vulnérables aux difficultés économiques, en particulier les émetteurs les plus faibles. Par conséquent, nous suggérons de passer à Surpondérer sur les obligations IG et maintenons une préférence pour les obligations HY mieux notées dans le cadre d'un positionnement Neutre.

**Royaume-Uni.** Les spreads IG ont baissé en juin, de concert avec leurs homologues européens et américains. Malgré les risques de ralentissement économique et les incertitudes entourant le Brexit, les achats d'actifs de la BoE apportent encore un soutien.

### Marchés émergents.

Après s'être fortement élargis en mars, les spreads émergents ont recouvré en partie le terrain perdu, portés par les mesures de soutien des banques centrales à travers le monde. Mais les risques de ralentissement de la croissance économique demeurent élevés, puisque le virus se propage encore rapidement dans les grandes économies comme le Brésil, la Russie, le Mexique ou l'Inde. Nous restons Sous-pondérés.

La reprise sera lente, mais le pire pourrait être derrière nous



Source : SGPB, Macrobond, 26/06/2020

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

### Des opportunités équilibrées par les risques

Des liquidités abondantes, d'importants dispositifs d'aide fiscale et un assouplissement progressif des mesures de confinement ont ravivé l'appétit pour le risque. Les actions mondiales ont ainsi pu récupérer plus des deux-tiers des pertes (de pic à creux), malgré les spectaculaires révisions à la baisse des bénéfices attendus. Les marchés restent confrontés à un certain nombre de risques et les valorisations sont assez élevées. Nous recommandons de conserver une position Neutre pour le moment.

**US.** Si les actions américaines enregistrent la meilleure performance des marchés développés depuis le début de l'année, d'autres régions ont commencé à rattraper leur retard. La surperformance est liée au soutien de la banque centrale et à la forte pondération des grandes entreprises de technologie et Internet : les neuf premières valeurs en termes de capitalisation boursière représentent environ 27% de l'indice S&P500, un risque de concentration historiquement élevé. Par ailleurs, le plongeon des bénéfices attendus (-19,7% sur les trois derniers mois) a poussé le ratio cours/bénéfices à douze mois à 26,2 fois, 62% au-dessus de sa moyenne sur les dix dernières années. La pandémie continue de se propager rapidement dans les Etats du Sud et de l'Ouest, tandis que les incertitudes politiques pourraient s'accroître avant les élections de novembre. Ces risques sont toutefois compensés pour l'heure par un soutien politique fort. C'est pourquoi nous restons Neutres. Les titres « value » plus cycliques ne sont pas parvenus à poursuivre leur surperformance, les rendements des obligations à long terme étant encore proches de plus-bas historiques. Les valeurs du secteur de la technologie semblent assez chères, en surcote de 78% par rapport à leur moyenne sur dix ans. Le secteur de la consommation cyclique semble également surévalué et nous préférons la consommation non-cyclique où les valorisations sont moins élevées et où les bénéfices devraient mieux résister.

**Zone euro.** Les marchés actions de la zone euro ont surperformé l'indice mondial depuis que nous avons relevé notre position à Neutre récemment. Les économies dans la région ont commencé à assouplir progressivement les mesures de confinement sans déclencher une forte hausse des nouveaux cas confirmés pour le moment. Les enquêtes de confiance des chefs d'entreprise se sont nettement améliorées, reflétant la transition du confinement à une reprise progressive de l'activité. Les politiques fiscales et monétaires restent extraordinairement accommodantes et il est

encore possible que le Conseil européen approuve la proposition d'un fonds de relance de 750 Md€ lors de son sommet qui se tiendra à la mi-juillet. Dans ce contexte, il nous semble judicieux de renforcer l'exposition à la zone euro à Surpondérer, tout en conservant une exposition Neutre aux actions. En termes d'allocations sectorielles, nous continuons de mettre l'accent sur les secteurs de la santé et des services aux collectivités où les bénéfices devraient tenir le coup cette année et où les valorisations restent raisonnables. Le secteur des services de communications semble également attrayant, en modeste surcote par rapport à sa moyenne de long terme, avec des pressions baissières limitées sur les estimations de bénéfices.

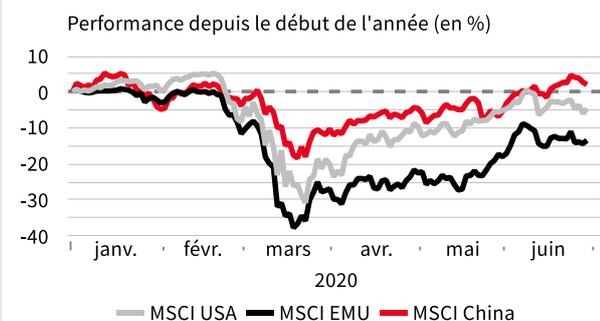
**Royaume-Uni.** Après avoir sous-performé d'autres marchés européens depuis la fin de l'année, nous suggérons désormais de renforcer l'exposition aux actions britanniques à Neutre. Le marché a pâti des effets de la pandémie sur l'économie domestique et de l'absence de progrès dans les négociations sur les relations post-Brexit, mais ces risques sont largement intégrés dans les prix actuels qui paraissent ainsi bon marché en regard des bénéfices ajustés du cycle. Par ailleurs, la livre sterling est sous-évaluée en comparaison du dollar, une aubaine pour un marché autant tourné vers l'international.

**Suisse.** Les actions suisses ont été des valeurs refuges cette année (fortes pondérations en faveur des valeurs de qualité dans des secteurs défensifs comme la santé et la consommation non-cyclique). Le consensus table sur une baisse des bénéfices de -8,0% cette année, contre -20,1% aux Etats-Unis et -29,5% dans la zone euro et la prime du ratio cours/bénéfices par rapport à la moyenne sur dix ans est bien plus modeste qu'ailleurs en Europe.

**Japon.** Tokyo a bien résisté depuis le début de l'année, porté par les prévisions du consensus d'une croissance des bénéfices de +8,5% pour cet exercice fiscal. Le plan d'aide déployé par le gouvernement pour soutenir l'économie est le plus important des économies avancées en pourcentage du PIB, et les mesures de confinement ont été moins restrictives qu'ailleurs. En outre, le ratio cours/bénéfices ajusté du cycle est proche des plus-bas depuis plusieurs décennies. Il nous semble judicieux de conserver une exposition Neutre.

**Marchés émergents.** Le Fonds monétaire international (FMI) a récemment revu à la baisse ses projections de PIB, réduisant de -2,0% les perspectives pour les marchés émergents. L'économie chinoise devrait rester la plus résistante (+1,0% plutôt que +1,2%), ce qui devrait soutenir les économies dans la région. En effet, le marché actions chinois est l'un des rares à avoir affiché une performance positive depuis le début de l'année. Ailleurs, le Brésil et la Russie sont confrontées à de profondes récessions. Nous continuons de préférer l'Asie à d'autres régions\$.

#### La solidité du marché action chinois



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

### Ne pas gaspiller pour ne pas manquer

La croissance démographique, le développement économique, l'urbanisation et l'évolution des schémas de production et de consommation donnent lieu à une hausse régulière des déchets solides à travers le monde.

- L'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) estime que 30% de la nourriture mondiale est gaspillée chaque année, produisant des coûts économiques et environnementaux de 1 000 Md\$ et 700 Md\$, respectivement.
- 95% des déchets plastiques (la troisième source de déchets solides) ne sont jamais réutilisés.
- En 2016, les déchets solides ont généré environ 1,6 tonne d'émissions de gaz à effet de serre équivalent CO<sub>2</sub> (dioxyde de carbone), soit 5% des émissions mondiales. Ce chiffre devrait atteindre 2,6 tonnes d'ici à 2050 à moins que la gestion des déchets ne s'améliore prochainement.

Les déchets et leur gestion sont devenus une source de préoccupation majeure en raison de leurs effets directs sur la santé et l'environnement. Le secteur connaît une croissance rapide à mesure que les économies se développent, et les spécialistes de la gestion des déchets seront invités à jouer un rôle majeur dans les décennies à venir. Les autorités de réglementation, l'industrie et la société reconnaissent tous la nécessité de limiter les déchets solides et d'identifier de nouvelles solutions aux problèmes qu'ils engendrent.

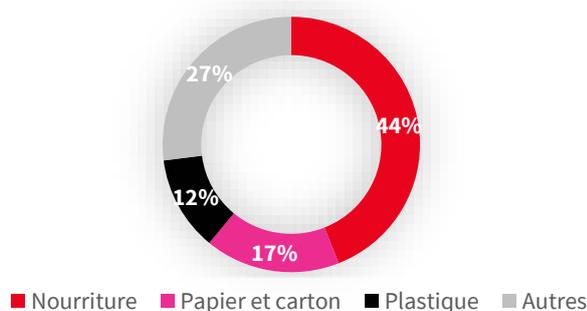
D'après la Banque mondiale, les 2 milliards de tonnes de déchets ménagers (l'une des composantes majeures du marché) produits chaque année devraient croître à 3,4 milliards de tonnes d'ici à 2050. D'après les estimations d'UBS, ce secteur a généré un chiffre d'affaires de quelque 1 700 Md\$ en 2018 et devrait atteindre 2 000 Md\$ cette année. La croissance ne fera que s'accélérer dans les années à venir alors que les craintes environnementales, les techniques de traitement à haute valeur ajoutée et l'amélioration des taux de collecte des déchets augmentent la taille de l'industrie.

Une gestion responsable des déchets de la planète est cruciale pour notre avenir, comme en atteste son inclusion dans trois des Objectifs de développement durables des Nations unies (numéros 2, 5 et 12). Mais malgré sa contribution essentielle à la construction d'un environnement durable et viable, la gestion des déchets reste un défi pour de nombreux pays, en particulier dans le monde en développement. C'est pourquoi nous observons un essor des partenariats public-privé et une participation toujours plus forte des grandes institutions comme la Banque mondiale et la Banque européenne d'investissement (BEI), via des prêts traditionnels et des financements basés sur les résultats. Depuis 2000 par exemple, la Banque mondiale a consacré plus de 4,7 Md\$ à plus de 340 programmes de gestion des déchets solides dans l'ensemble des six régions où elle est engagée.

Par ailleurs, les progrès technologiques peuvent offrir des solutions innovantes. Par exemple, les déchets plastiques pourraient être traités au moyen d'un recyclage chimique (un polymère est chimiquement reconverti en ses monomères constitutifs, qui peuvent être utilisés de nouveau pour fabriquer de nouveaux produits en plastique). En Chine la Banque mondiale a lancé un programme d'incitation basé sur les résultats pour encourager la séparation des déchets de cuisine. Son prêt de 80 M\$ a également soutenu la construction d'un digesteur anaérobie moderne destiné à la fermentation des déchets organiques, produisant ainsi de l'énergie pour 3 millions de personnes.

**Conclusion** L'essor économique conduit directement à une hausse des volumes de déchets à travers le monde, qui génère à son tour des problèmes sanitaires et environnementaux sérieux. Un développement durable ne sera possible que si nous apprenons à mieux gérer ces déchets. Grâce au soutien des gouvernements et des institutions multilatérales, les entreprises de gestion des déchets ont l'opportunité d'exploiter leurs meilleures pratiques et de nouvelles technologies pour faire face à la demande croissante de leurs services.

Composition des déchets solides



Sources : SGPB, Worldbank, données au 26/06/2020

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

### Réinventer l'industrie

Sous l'effet des mesures de confinement mises en place pour contrer la pandémie de COVID-19, les entreprises et les pays ont rapidement rencontré des problèmes d'approvisionnement de composants essentiels, de principes actifs pour des composés pharmaceutiques ou d'équipements de protection individuelle et de respirateurs. Parmi les effets les plus manifestes de la crise sur les entreprises, on constate que ces dernières se détournent des chaînes d'approvisionnement mondiales en faveur de solutions nationales ou régionales, ainsi que des processus « juste à temps » au profit d'une reconstitution des stocks « juste au cas où ».

Ce changement radical dans la stratégie des entreprises pourrait avoir des implications en matière de coût et d'efficacité que les producteurs chercheront à mitiger grâce à des systèmes de production plus souples et flexibles. A cette fin, les centres de fabrication de pointe comme ceux parrainés par le Forum économique mondial ont récemment mis en place des plateformes d'innovation virtuelles pour échanger leurs meilleures pratiques et accélérer l'adoption de nouvelles solutions technologiques.

Ces technologies ont été regroupées sous la bannière de l'Industrie 4.0, un clin d'œil aux trois précédentes révolutions industrielles (de la vapeur à l'électricité, aux technologies de l'information et maintenant aux plateformes connectées). Ces plateformes sont rendues possibles grâce à la convergence de l'intelligence artificielle, des mégadonnées, de l'impression 3D, de la robotique, de l'Internet des objets, des réseaux 5G et de l'informatique en nuage, pour ne citer que quelques exemples.

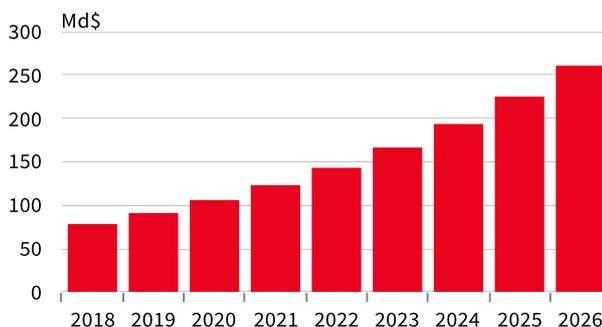
Grâce à la technologie, les usines ont pu tourner au ralenti durant la crise. L'Internet des objets (où les composants, les outils et les robots sont équipés pour transférer des données et communiquer via des réseaux) et les solutions de surveillance des machines permettent aux travailleurs à distance de suivre de près l'évolution de la production et des processus tout en travaillant de chez eux. Grâce aux applications de collaboration comme Slack ou Asana, les travailleurs de production en usine peuvent interagir aisément avec leurs responsables et leurs collègues travaillant à distance. Et des outils de formation en ligne peuvent aider les travailleurs au chômage partiel à se perfectionner pour avoir les compétences requises après la crise.

Par ailleurs, les techniques de l'Industrie 4.0 permettent aux entreprises de développer des processus de production plus flexibles, ce qui s'est avéré déterminant cette année. Certains fabricants ont pu passer rapidement de la production de véhicules à celle de ventilateurs, des boissons alcooliques au gel hydroalcoolique, de l'éclairage haut de gamme aux équipements de protection pour les professionnels de la santé. Une équipe du Massachusetts Institute of Technology a conçu en open-source un design innovant pour des ventilateurs afin de permettre aux fabricants de simplement reprogrammer leurs machines-outils.

La robotique pourrait également bénéficier d'un fort potentiel de croissance au lendemain de la pandémie. Malgré un développement rapide, les robots restent largement absents d'un grand nombre d'usines. La Fédération internationale de la robotique (IFR) estime qu'on dénombre seulement 99 robots pour 10 000 employés dans l'industrie manufacturière. A mesure que la technologie s'améliore, les robots deviennent plus autonomes, libérant leurs opérateurs pour des tâches à plus grande valeur ajoutée et améliorant considérablement la productivité. L'IFR a estimé précédemment que les ventes annuelles de robots augmenteront de 12% par an en moyenne jusqu'en 2022, un chiffre qui devrait de toute évidence s'accélérer.

**Conclusion** Le potentiel de croissance de l'Industrie 4.0 est énorme. Fortune Business Insights prévoit que le marché se développera de 78,2 Md\$ en 2018 à 260,7 Md\$ d'ici à 2026, soit un taux annuel moyen de croissance de 16,3%. Pourtant, cette croissance sera dérisoire en regard des perspectives d'amélioration de la productivité que les technologies pourraient offrir aux entreprises. McKinsey estime que l'Industrie 4.0 offre un potentiel de création de valeur aux fabricants et à leurs fournisseurs de 3 700 Md\$ d'ici à 2025. Aujourd'hui, seuls 30% des entreprises tirent des avantages significatifs de ces solutions. Nous sommes convaincus que l'avertissement lancé par la crise du COVID-19 contraindra de plus en plus d'industriels à faire rentrer la prochaine révolution industrielle dans leurs usines.

Potentiel de croissance de l'industrie 4.0 d'ici 2026



Sources : SGPB, Fortune Business Insights, données au 26/06/2020

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

### Des liquidités injectées

Les injections de liquidités dans l'économie mondiale ont soutenu la perception du risque, affaiblissant les flux vers la valeur refuge qu'est le dollar. Cependant, des forces observées récemment (craintes d'une deuxième vague, faiblesse des indicateurs économiques, agitation sociale et tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine) pourraient soutenir le billet vert à court terme.

**Indice dollar** Le positionnement sur le dollar est devenu négatif fin mai, sous l'effet de la nette remontée des actions et de la baisse des rendements des obligations du Trésor américain. Par ailleurs, les mesures d'assouplissement mises en œuvre par la Fed rattrapent le dollar, qui a désormais effacé les gains réalisés en mars. Cependant, des forces observées récemment (voir ci-dessus) pourraient soutenir le billet vert à court terme. Par la suite, nous estimons que des liquidités abondantes et une reprise progressive après la récession renforceront l'appétit pour le risque de nouveau, ce qui pourrait tirer l'indice dollar (DXY) vers le bas dans les prochains mois.

**EUR/USD** L'appréciation rapide en a surpris plus d'un, la monnaie unique se négociant à 1,12, en hausse de pratiquement 2% ce trimestre-ci. Le rebond des actions, tiré par l'augmentation agressive de la masse monétaire par les banques centrales, a soutenu cette progression. La BCE a annoncé de nouvelles mesures de relance à hauteur de 600 Md€ supplémentaires pour combattre le CoVid-19, tandis que la Commission européenne a proposé un fonds de relance de 750 Md€. Par ailleurs, les écarts de taux d'intérêt entre les deux devises se sont effondrés cette année, faisant disparaître l'un des facteurs de soutien du dollar. D'après de nombreux indicateurs de dynamique, l'EUR/USD est en zone de surachat aux niveaux actuels et pourrait évoluer sans grande tendance à court terme. Nous estimons toutefois que l'euro devrait retrouver sa vigueur par la suite et recommandons une couverture partielle de l'exposition au dollar au sein des portefeuilles.

**GBP/USD** Ces dernières semaines, la livre sterling s'est négociée entre 1,21 et 1,27 et se situe actuellement à 1,24. Les dernières déclarations du gouverneur de la BoE Andrew Bailey qui enjoint les banques de se préparer à un Brexit « sans accord » (l'incapacité de parvenir à un accord avec l'UE sur les relations commerciales post-Brexit) pourraient représenter un véritable défi dans les prochaines semaines, dans la mesure notamment où le délai accordé pour

convenir d'une prolongation de la période de transition expirera sous peu. Cela étant, sur une période de trois mois, nous nous attendons à ce que la GBP/USD soit légèrement plus élevée que les niveaux au comptant actuels.

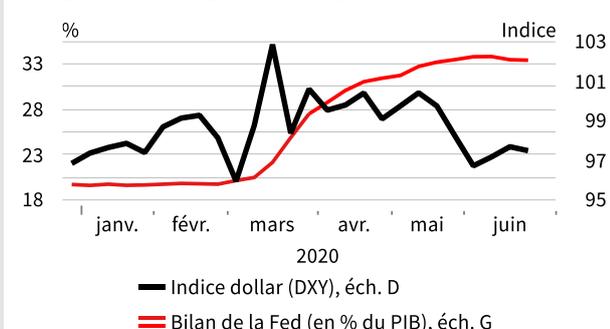
**USD/JPY** Depuis fin mai, les devises refuges, comme le yen japonais et le franc suisse se sont affaiblies, seul le JPY sous-performant le dollar dans le Groupe des dix devises principales. Cependant, nous n'exprimons pas de position directionnelle forte sur le JPY. Si les actions trébuchent, rattrapées par les réalités économiques, le yen pourrait retrouver la faveur des investisseurs. Cependant, nous estimons que des liquidités abondantes continueront de soutenir l'appétit pour le risque. L'USD/JPY devrait se maintenir dans la fourchette de 106-110.

**EUR/CHF** Bénéficiant du regain d'appétit pour le risque observé fin mai et début juin, l'euro s'est inscrit en hausse face à la valeur refuge qu'est le franc suisse. La récente nervosité créée par la pandémie et la situation économique a effacé en partie ces gains, mais l'EUR/CHF reste bien supérieure au niveau de 1,05 que la Banque nationale suisse (BNS) semble avoir défendu. Les liquidités abondantes étant susceptibles d'encourager les preneurs de risque à revenir sur les marchés, nous nous attendons à ce que l'euro se rapproche de 1,07/1,08 dans les prochains mois.

**Marchés émergents** Le pétrole est reparti à la hausse, ce dont le peso mexicain, le rand sud-africain et le rouble russe ont tous bénéficié. Plus largement, l'indice des devises émergentes JP Morgan s'inscrit en hausse de quelque 4,6% par rapport aux plus-bas historiques d'avril. Cependant, des nations émergentes dans toute l'Amérique latine, le Proche-Orient et le sous-continent indien sont les nouveaux épicycles de la pandémie, avec une hausse des risques économiques et un recul des devises. Les devises des marchés émergents ne sont pas encore au bout de leurs peines.

**USD/CNY** La Banque populaire de Chine (PBoC) a permis au renminbi de s'apprécier de 2% face au dollar au cours du mois dernier. La banque centrale fixe un taux pivot quotidien autour duquel la devise flotte dans une fourchette de +/- 2%. Les tensions commerciales avec les Etats-Unis demeurent élevées (bien que les deux pays aient assuré récemment que l'accord de « phase 1 » reste d'actualité), et l'imposition par la Chine de nouvelles lois sur la sécurité nationale à Hong Kong a été accueillie froidement. A l'approche des élections présidentielles qui se tiendront en novembre, les deux candidats pourraient se montrer inflexibles vis-à-vis de la Chine, une position généralement populaire dans les partis. Dans l'ensemble, le renminbi pourrait demeurer faible dans les prochains mois.

Les injections de liquidités ont poussé le dollar à la baisse



Source : SGPB, Bloomberg, Macrobond, 26/06/2020

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

### Les avantages de la diversification

Les prix pétroliers pourraient perdre en partie les gains réalisés récemment, la demande restant limitée. L'or continue d'enregistrer de nouveaux plus-hauts depuis huit ans grâce à une demande robuste. Nous proposons de Surpondérer les hedge funds, en particulier les fonds spécialistes des stratégies Merger et Fixed Income Arbitrage ainsi que les stratégies Global Macro dans les marchés émergents.

#### Matières premières

##### Pétrole

Les prix pétroliers ont poursuivi leur reprise après la crise de fin avril qui a vu le prix du pétrole brut américain plonger brièvement en territoire négatif. Avec une reprise progressive de l'activité dans de nombreux pays, la demande de pétrole est repartie à la hausse. L'OPEP et ses alliés se sont engagés à prolonger leurs baisses de production de 9,7 millions de barils par jour (mb/j) jusqu'à fin juillet, après quoi ils réduiront progressivement leur production à 7,7 mb/j d'ici à la fin de l'année. Avec une baisse de la production américaine de 2,1 mb/j depuis fin février, l'offre excédentaire diminue par rapport aux niveaux de mars et d'avril.

La faiblesse marquée des prix pétroliers ces derniers trimestres et la transition actuelle vers des sources d'énergie renouvelables ont remis en question la viabilité des réserves de pétrole et de gaz à long terme. Par exemple, BP a annoncé récemment qu'il avait revu à la baisse son estimation des prix moyens du pétrole pour la période 2020 à 2050 de 27%. L'entreprise prévoit désormais qu'une partie de ses réserves ne sera jamais produite.

Nous estimons que la demande de pétrole restera limitée et que les réserves excédentaires ne s'évacueront que progressivement.

##### L'Or

Le cours de l'or a continué de gagner du terrain, s'inscrivant en hausse de pratiquement 17% depuis le début de l'année au-dessus de 1 770 \$ l'once, soutenu par l'effondrement des rendements des obligations d'Etat corrigés de l'inflation en territoire négatif.

La demande des marchés est demeurée robuste depuis le début de l'année, les investisseurs redoutant que de nombreuses devises ne se déprécient sous l'effet des mesures d'assouplissement monétaire liées au COVID-19. Les afflux de capitaux au profit des ETF ont entraîné des achats de 623 tonnes d'or depuis le début de l'année, dépassant déjà le montant total annuel le plus élevé de 591 tonnes en 2009. Compte tenu de la remontée des prix, les actifs

dans les ETF liés à l'or ont pratiquement été multipliés par deux au cours des douze derniers mois. Les banques centrales ont augmenté leurs réserves en or de 211 tonnes depuis le début de l'année et souhaitent en acheter davantage (d'après l'enquête réalisée par le World Gold Council, 20% des banques centrales entendent renforcer leurs avoirs en or cette année, contre 8% en 2019).

Compte tenu de cette dynamique, l'or reste une réserve de valeur attrayante et un outil utile de diversification des portefeuilles. Nous restons Surpondérés.

#### Hedge funds

##### Long/Short (L/S) Equity

Le degré de dispersion des rendements boursiers individuels s'est envolé ces derniers mois, créant peut-être une nouvelle opportunité pour les investisseurs L/S qui devraient surperformer dans ces conditions. Cependant, les fonds L/S Market Neutral ont continué à décevoir, compte tenu de leur dépendance à certains facteurs de performance (par exemple le facteur « value », le recentrage sur les actions sous-évaluées) qui continuent de sous-performer.

##### Event Driven

La réouverture progressive des économies devrait encourager les entreprises à se réengager dans la voie de la restructuration, en procédant notamment à des scissions et à des fusions-acquisitions, ce qui devrait offrir nombre d'opportunités aux gérants Event Driven. Dans les fonds Merger Arbitrage, l'écart de prix entre prédateur et proie demeure élevé, offrant des rendements potentiels attractifs. Nous restons Surpondérés.

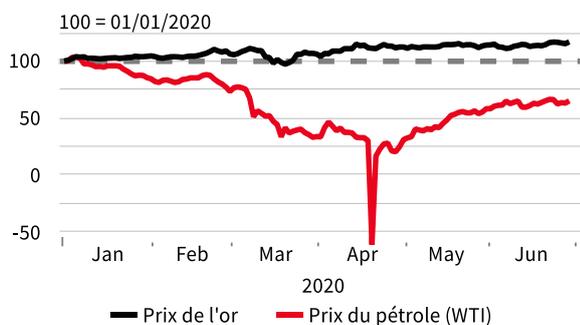
##### Fixed Income Arbitrage

Les banques centrales ayant maintenu les rendements des obligations d'Etat à des niveaux historiquement bas, la quête de rendement des investisseurs dans d'autres segments des marchés obligataires crée de nouvelles opportunités dans les fonds L/S Credit et Fixed Income Arbitrage. Par ailleurs, compte tenu du recentrage des managers sur le contrôle des risques, cette stratégie devient un complément utile pour les portefeuilles. Nous suggérons de passer à Surpondérer.

##### Global Macro / CTA

Nous restons Neutres sur les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA). Après les fortes fluctuations des marchés observées récemment, nous anticipons une stabilisation, qui met souvent à mal les CTA. Nous avons une préférence pour les spécialistes des stratégies Global Macro dans les marchés émergents. Les marchés ont subi un mouvement de vente alors que la pandémie s'est propagée à l'Europe de l'Est et à l'Amérique latine, créant de nouvelles opportunités grâce aux rendements disponibles.

#### L'or continue de surperformer



Source : SGPB, Macrobond, 26/06/2020

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       |
| 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 | 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       |
| 26/06/2020 | Ne pas gaspiller pour ne pas manquer                                   | La réduction, la réutilisation et le recyclage des déchets assureront une demande croissante de spécialistes de la gestion des déchets.   | Stratégique       |
| 26/06/2020 | Réinventer l'industrie   | La prise de conscience engendrée par le COVID-19 obligera un nombre croissant d'industriels à se tourner vers la révolution de l'industrie 4.0.   | Stratégique       |

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream. Donnée au 26/06/2020 \* Stratégique : 1-3 ans. Tactique : 3-12 mois

Changement par rapport au trimestre précédent

## Stratégies fermées

| Lancement  | Conviction                          | Principale raison  | Type        |
|------------|-------------------------------------|--|-------------|
| 07/12/2018 | Le retour du « champion national »  | Nous suggérons de prendre des bénéfices afin de nous concentrer sur les changements de stratégie d'entreprise à mesure que les entreprises évoluent vers les innovations de l'industrie 4.0. | Stratégique |
| 31/03/2020 | Obtenir des rendements indépendants | La forte reprise depuis le lancement de ce thème a généré de beaux bénéfices sur les contrats à terme sur dividendes.  | Tactique    |

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream, données au 26/06/2020

# 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   | -3,7  | 4,8   | 2,6                                | 3,0    | 2,8   | 1,9   | 2,0   |
| Monde (pond.***) liée au PPP°) | 3,9                    | 3,6     | 3,0   | -3,1  | 5,3   | 3,2                                | 3,8    | 3,7   | 2,9   | 2,9   |
| Pays développés (PPA)          | 2,5                    | 2,2     | 1,7   | -5,3  | 3,8   | 1,7                                | 1,9    | 1,4   | 0,5   | 0,9   |
| Pays émergents (PPA)           | 4,9                    | 4,6     | 3,9   | -1,7  | 6,2   | 4,3                                | 5,0    | 5,2   | 4,4   | 4,1   |
| <b>Pays développés</b>         |                        |         |       |       |       |                                    |        |       |       |       |
| US                             | 2,4                    | 2,9     | 2,3   | -4,9  | 2,5   | 2,1                                | 2,4    | 1,8   | 0,6   | 0,7   |
| Zone Euro                      | 2,6                    | 1,9     | 1,2   | -6,3  | 5,2   | 1,5                                | 1,8    | 1,2   | 0,5   | 1,2   |
| Allemagne                      | 2,5                    | 1,5     | 0,6   | -5,4  | 3,7   | 1,7                                | 1,9    | 1,3   | 0,8   | 1,3   |
| France                         | 2,4                    | 1,8     | 1,5   | -6,5  | 6,8   | 1,2                                | 2,1    | 1,3   | 0,6   | 1,0   |
| Italie                         | 1,8                    | 0,7     | 0,3   | -8,6  | 5,7   | 1,4                                | 1,2    | 0,7   | 0,3   | 1,2   |
| Espagne                        | 3,0                    | 2,4     | 2,0   | -8,1  | 6,4   | 2,0                                | 1,7    | 0,8   | 0,0   | 1,4   |
| R.-U.                          | 1,8                    | 1,3     | 1,4   | -9,2  | 7,7   | 2,7                                | 2,5    | 1,8   | 0,9   | 1,0   |
| Japon                          | 1,9                    | 0,3     | 0,7   | -3,1  | 3,3   | 0,5                                | 1,0    | 0,5   | 0,0   | 0,7   |
| Suisse                         | 1,7                    | 2,7     | 0,9   | -5,5  | 1,6   | 0,5                                | 0,9    | 0,4   | -0,8  | -0,7  |
| Australie                      | 2,4                    | 2,7     | 1,8   | -3,0  | 4,0   | 2,0                                | 1,9    | 1,6   | 0,4   | 1,7   |
| <b>Pays émergents</b>          |                        |         |       |       |       |                                    |        |       |       |       |
| Chine                          | 6,9                    | 6,7     | 6,1   | 2,6   | 7,8   | 1,5                                | 2,1    | 2,9   | 2,6   | 1,9   |
| Corée du Sud                   | 3,2                    | 2,7     | 2,0   | -0,5  | 2,8   | 1,9                                | 1,5    | 0,4   | 0,7   | 1,2   |
| Taïwan                         | 3,1                    | 2,7     | 2,7   | 0,5   | 3,4   | 0,4                                | 1,0    | 0,8   | -0,5  | 0,5   |
| Inde***                        | 6,8                    | 6,6     | 4,9   | -4,8  | 7,9   | 3,3                                | 4,0    | 3,4   | 4,4   | 4,0   |
| Indonésie                      | 5,1                    | 5,2     | 5,0   | -0,3  | 7,0   | 3,8                                | 3,2    | 3,0   | 2,9   | 3,0   |
| Brésil                         | 1,1                    | 1,3     | 1,1   | -7,0  | 4,5   | 3,4                                | 3,7    | 3,7   | 2,6   | 2,8   |
| Mexique                        | 2,4                    | 2,2     | -0,3  | -6,1  | 3,2   | 6,0                                | 4,9    | 3,6   | 2,8   | 2,5   |
| Chili                          | 1,3                    | 3,9     | 1,1   | -4,4  | 3,8   | 2,2                                | 2,7    | 2,3   | 2,9   | 2,1   |
| Russie                         | 1,6                    | 2,5     | 1,3   | -4,8  | 2,7   | 3,5                                | 3,1    | 4,2   | 3,6   | 4,0   |
| Slovaquie                      | 3,2                    | 3,9     | 2,4   | -10,0 | 7,7   | 1,4                                | 2,5    | 2,8   | 1,5   | 1,3   |
| République tchèque             | 4,5                    | 2,8     | 2,5   | -6,8  | 7,1   | 2,5                                | 2,1    | 2,8   | 2,4   | 1,3   |

\* 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, 26/06/2020

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                  | 3084          | 4,5%   | 25,2%  | -3,6%       | 7,8%    | 18,1%  | 34,2% | 64,0% | 62,5% |
| DJ Euro Stoxx 50        | 3219          | 8,7%   | 16,7%  | -12,5%      | -4,2%   | 1,5%   | 0,0%  | 32,0% | 5,5%  |
| FTSE100                 | 6147          | 2,7%   | 8,6%   | -17,2%      | -14,0%  | -11,2% | -6,6% | 17,5% | 10,2% |
| Topix                   | 1562          | 4,0%   | 11,0%  | -8,1%       | 3,8%    | -5,1%  | 4,0%  | 42,2% | 4,6%  |
| MSCI AC World (\$)      | 524           | 6,1%   | 23,4%  | -6,2%       | 3,1%    | 9,1%   | 20,7% | 48,9% | 36,7% |

| 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                  | 0,90%                | 2,1%   | 6,3%   | -1,2%       | -0,4%   | 4,1%  | 4,8%  | 7,4%  | 12,4% |
| ICE BAML Corp Euro HY                  | 4,72%                | 4,6%   | 14,5%  | -5,0%       | -1,5%   | 3,0%  | 4,4%  | 15,3% | 16,5% |
| ICE BAML Corp US IG                    | 2,28%                | 2,5%   | 13,3%  | 4,6%        | 9,4%    | 20,9% | 19,0% | 23,5% | 31,9% |
| ICE BAML Corp US HY                    | 6,89%                | 3,5%   | 17,4%  | -4,1%       | -0,3%   | 6,7%  | 10,1% | 24,8% | 25,2% |
| ICE BAML Corp UK IG                    | 1,99%                | 2,7%   | 11,7%  | 3,7%        | 7,1%    | 14,6% | 13,6% | 25,8% | 35,2% |
| FTSE US Gvt Bond Index 3-7 years       |                      | 0,1%   | 1,4%   | 6,8%        | 8,0%    | 15,9% | 13,9% | 13,1% | 18,7% |
| FTSE German Gvt Bond Index 3-7 years   |                      | 0,1%   | 0,9%   | 0,7%        | -0,5%   | 1,2%  | 1,4%  | 0,6%  | 4,0%  |
| FTSE UK Gvt Bond Index 3-7 years       |                      | 0,0%   | 1,0%   | 3,0%        | 3,0%    | 6,2%  | 5,1%  | 6,4%  | 12,8% |
| FTSE Japanese Gvt Bond Index 3-7 years |                      | -0,1%  | 0,0%   | -0,1%       | -0,8%   | -0,3% | -0,2% | -1,3% | 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                | 1004          | 10,6%                                  | 21,0%  | -8,9%       | -1,2%   | -0,7%  | 8,0%   | 39,1% | 16,6%  |
| MSCI EM Asia           | 545           | 11,4%                                  | 21,0%  | -2,9%       | 7,0%    | 3,0%   | 14,4%  | 52,5% | 27,3%  |
| MSCI EMEA              | 210           | 5,8%                                   | 21,7%  | -20,2%      | -17,4%  | -10,2% | -7,0%  | 8,2%  | -9,6%  |
| MSCI Latam             | 1925          | 11,0%                                  | 20,5%  | -33,1%      | -30,0%  | -15,5% | -14,9% | 2,1%  | -11,4% |

| 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      | 5,38%                | 4,2%                                   | 12,4%  | -4,5%       | -2,2%   | 8,4%  | 6,2%  | 14,5% | 22,8% |
| Asia                       | 3,82%                | 3,2%                                   | 10,6%  | -0,4%       | 3,6%    | 17,6% | 15,8% | 23,8% | 33,4% |
| EMEA                       | 5,07%                | 4,5%                                   | 13,3%  | -3,7%       | 0,3%    | 11,1% | 9,4%  | 17,5% | 24,6% |
| Latam                      | 6,65%                | 4,2%                                   | 12,2%  | -7,7%       | -8,2%   | 0,7%  | -2,0% | 6,6%  | 15,6% |
| ICE BAML EM Corp           | 4,48%                | 3,0%                                   | 11,6%  | 0,2%        | 4,2%    | 15,1% | 14,9% | 19,1% | 26,2% |
| Asia                       | 3,77%                | 2,2%                                   | 8,9%   | 2,7%        | 5,7%    | 13,7% | 14,1% | 20,3% | 29,3% |
| EMEA                       | 4,22%                | 3,2%                                   | 12,2%  | 0,2%        | 5,4%    | 10,2% | 10,8% | 24,5% | 24,7% |
| Latam                      | 6,17%                | 4,6%                                   | 17,1%  | -4,3%       | 0,3%    | 13,9% | 13,9% | 18,7% | 23,5% |

Sources : SGPB, Bloomberg, Datastream (données au 26/06/2020)

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 | 1,12   | 1.13       | 1.18    | 0,1%             | -1,3%   | -4,2% | 0,2%  | 0,9%  | 0,1%   |
| USD/JPY | 107    | 108        | 110     | -1,3%            | 0,0%    | -2,3% | -3,7% | 4,9%  | -13,3% |
| EUR/CHF | 1,06   | 1.08       | 1.11    | -2,0%            | -4,0%   | -7,9% | -2,0% | -1,7% | 1,4%   |
| USD/CHF | 1,24   | 1.26       | 1.30    | -6,4%            | -2,2%   | -6,5% | -2,4% | -9,2% | -21,1% |
| GBP/USD | 0,90   | 0.91       | 0.91    | 6,9%             | 0,9%    | 2,5%  | 2,6%  | 11,2% | 27,0%  |

| 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        | 0,7%   | 0,7%       | 1,1%    | -124                             | -132    | -220  | -147  | -91   | -174  |
| Allemagne         | -0,5%  | -0,5%      | -0,1%   | -28                              | -14     | -79   | -73   | -42   | -133  |
| Royaume-Uni       | 0,2%   | 0,2%       | 0,6%    | -67                              | -64     | -114  | -88   | -93   | -199  |

| 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              | 1760   | 1800       | 1875    | 15,8%                   | 22,9%   | 39,0%  | 40,1% | 34,0%  | 50,0%  |
| Pétrole (Brent) en USD | 41,2   | 40.0       | 50.0    | -37,9%                  | -37,2%  | -44,7% | -9,8% | -15,6% | -32,8% |

| 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       | 3084   | 3150       | 3350    | -3,6%  | 7,8%    | 18,1%  | 34,2% | 64,0% | 62,5% |
| Euro Stoxx 50 | 3219   | 3350       | 3550    | -12,5%   | -4,2%   | 1,5%   | 0,0%  | 32,0% | 5,5%  |
| FTSE 100      | 6147   | 6300       | 6650    | -17,2%   | -14,0%  | -11,2% | -6,6% | 17,5% | 10,2% |
| Topix         | 1562   | 1610       | 1700    | -8,1%  | 3,8%    | -5,1%  | 4,0%  | 42,2% | 4,6%  |

Source : Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (données au 26/06/2020), 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<sup>er</sup> août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

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

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

**Suisse :** Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch). Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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







## **Societe Generale**

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

Registered under Paris RCS N°552 120 222

## **Societe Generale Private Banking**

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

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



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.