

# NOTRE POINT DE VUE

## T2 2021



## Montée des anticipations

### Situation macro-économique

Les taux d'infection restent obstinément élevés dans l'UE, les pénuries de vaccins ralentissent les programmes de vaccination et les confinements sont prolongés. Il est donc de plus en plus vraisemblable que la zone euro ne sortira pas de la récession avant le T3. La Chine a fini de se relever de la crise pandémique et les autorités ont indiqué que les soutiens monétaire et fiscal seront moins nécessaires. Cependant, la confiance des chefs d'entreprise dans le monde s'est améliorée en mars, et les politiques budgétaires et monétaires restent des facteurs de soutien puissants. Nous continuons d'anticiper une reprise mondiale synchronisée au S2. Par ailleurs, constatant que le Président Biden recommande un plan d'investissement de 3 000 Md\$ dans les infrastructures (portant les dépenses budgétaires depuis décembre à 27,8% du PIB), les économistes continueront de redouter une surchauffe.

### Banques centrales

Les récentes réunions de banques centrales ont confirmé que la politique restera très accommodante. Malgré les révisions à la hausse des projections de croissance et d'inflation pour cette année, la Réserve fédérale (Fed) ne voit toujours pas la nécessité de relever les taux avant fin 2023. Et la Banque centrale européenne (BCE) a réagi promptement à un léger resserrement des conditions financières en annonçant un rythme « beaucoup plus soutenu » des achats d'actifs au T2. Les économistes tablent sur une envolée des mesures d'inflation ce printemps, alors que l'énorme hausse des prix des matières premières observée au cours de l'année passée se répercute sur les indicateurs, mais les banquiers centraux restent impassibles, estimant qu'il s'agira d'un phénomène passager.

### Marchés financiers

L'environnement macroéconomique marqué par une hausse des anticipations d'inflation sous l'impulsion des dépenses budgétaires a fait grimper les rendements des obligations d'Etat depuis l'été dernier, en particulier en USD et en GBP, et une nouvelle hausse est encore possible. Les « spreads » des obligations d'entreprise (la différence de rendement avec les obligations d'Etat) restent serrés, s'avérant peu attractifs pour les investisseurs. A court terme, la récente vigueur du dollar pourrait persister, compte tenu de l'élargissement des écarts de croissance et de rendement face à la zone euro, mais sur le plus long terme, les fondamentaux devraient peser sur le billet vert. Les marchés actions mondiaux restent proches des plus-hauts historiques atteints à la mi-février, mais les investisseurs se sont détournés des valeurs de « croissance » très chères au profit des régions et des secteurs plus sensibles aux cycles et meilleur marché.

### Conclusion

Les marchés actions n'ont cessé de progresser depuis fin décembre et les valorisations sont désormais confrontées à la hausse des rendements. Nous avons réduit notre exposition, mais continuons de Surpondérer. En termes de régions, nous avons pris des bénéfices sur les marchés émergents et avons relevé notre positionnement sur le Royaume-Uni. Nous continuons également de mettre en lumière l'attrait des secteurs et des titres « value » (jugés attractifs au regard notamment du ratio cours/valeur comptable, du rendement de dividende et du ratio cours/bénéfices). Nous restons négatifs sur les obligations d'Etat des économies avancées et continuons également de Sous-pondérer le crédit (obligations d'Entreprise). Nous restons convaincus que l'euro regagnera du terrain face au dollar grâce à la reprise cyclique qui s'installera au S2.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA25/S1/21

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Datastream le 26/03/2021.



## NOS PRINCIPALES CONVICTIIONS

---

### Les devises liées aux matières premières convoitées

Grâce aux progrès de la vaccination et à des politiques monétaires et fiscales favorables, les économies devraient bénéficier d'une reprise cyclique au S2 2021, ce qui devrait doper la demande de matières premières. Par ailleurs, la production d'un certain nombre de matières premières essentielles a été entravée par des sous-investissements ces dernières années imputables à la chute des prix, à la guerre commerciale sino-américaine et aux perturbations suscitées par la pandémie. Cette situation crée les conditions préalables à une nouvelle hausse des prix des matières premières, dont devraient bénéficier directement les devises liées aux matières premières comme le dollar australien, le dollar canadien et la couronne norvégienne.

### Les obligations asiatiques libellées en devises locales offrent une source rare de rendement

Comme vous le découvrirez en page 7, les marchés obligataires ne sont guère attrayants pour les investisseurs. Les rendements des obligations d'État s'inscrivent en hausse, s'accompagnant de pertes en capital pour les investisseurs, et les spreads des obligations d'entreprise sont serrés, n'offrant qu'une protection limitée contre le risque de crédit. Les obligations asiatiques libellées en devises locales tirent toutefois leur épingle du jeu. De fait, la qualité de crédit s'améliore, de nombreux pays ayant affiché un excédent courant au cours de l'année passée, et les rendements proposés sont attrayants. Par exemple, les obligations d'État chinoises à 10 ans offrent actuellement des rendements d'environ 3,2% et le CNY s'est apprécié de 9,6% contre le dollar depuis le plus-bas de mai dernier.

### Continuer de Surpondérer les actions mondiales

Les marchés actions mondiaux ont enregistré l'une de leurs meilleures performances sur 12 mois, les investisseurs ayant misé sur une reprise rapide après la récession provoquée par la pandémie. Dans la mesure où une reprise mondiale synchronisée de l'activité se profile au S2, nous avons décidé de sécuriser des bénéfices en ramenant notre exposition aux actions de Fortement Surpondérer à Surpondérer. Le contexte global reste toutefois favorable. Les bénéfices pour l'indice MSCI World devraient augmenter d'environ 28,5% cette année après avoir chuté de 14,1% en 2020 et une croissance soutenue devrait se poursuivre en 2022.

### Une rotation au profit des titres « value »

Depuis la crise des « subprimes » (titres hypothécaires de faible qualité) et la grande récession en 2008-2009, les valeurs de « croissance » ont surperformé les titres « value » (voir page 9 pour obtenir les définitions), atteignant des plus-hauts de 20 ans en termes de surévaluation. Par ailleurs, les marchés obligataires ont commencé à revenir à la normale, avec des rendements nettement plus élevés depuis août dernier, souvent le signe avant-coureur d'une transition des valeurs de « croissance » vers les titres « value ». De plus, les actions « value » concernent souvent des secteurs plus sensibles aux cycles, précisément ceux qui ont le plus à gagner de la reprise mondiale imminente.

### Prendre des bénéfices sur les actions émergentes

En période de hausse des rendements et de vigueur du dollar, les actifs des marchés émergents peuvent être sous pression. De nombreux pays et entreprises émettent des obligations en dollars, une situation inconfortable lorsque les coûts d'emprunt augmentent parallèlement au billet vert. Par ailleurs, les actions émergentes ont bien performé depuis que nous avons renforcé nos allocations en septembre dernier, surperformant d'autres régions, et nous avons donc décidé de sécuriser des bénéfices. Nous estimons toutefois qu'un accès de faiblesse des prix serait temporaire et restons Surpondérés.

### Rester flexible

Les marchés se sont fortement redressés au cours de l'année passée, même si la pandémie continue de contraindre les gouvernements à travers l'Europe de maintenir les mesures de confinement en place, faisant replonger la zone euro en récession. Dans la mesure où les campagnes de vaccination pâissent de perturbations d'approvisionnement, les perspectives à court terme sont incertaines. Mais des jours meilleurs nous attendent et nous estimons que la reprise cyclique au S2 offrira de nouvelles opportunités. Les investisseurs devraient rester flexibles et se tenir prêts à apporter des ajustements tactiques à leurs portefeuilles à mesure que la situation évolue.

# NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

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

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

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

ACTIONS	
<b>Etats-Unis</b>	Nous restons Neutres sur les actions américaines, qui ont atteint de nouveaux plus-hauts historiques à la mi-mars, et mettons l'accent sur l'importance de se diversifier dans des secteurs sous-évalués, plus sensibles aux cycles.
<b>Zone euro</b>	Les actions de la zone euro ont renoué avec la surperformance amorcée en novembre, les marchés ayant réagi aux résultats excellents des essais vaccinaux. Nous continuons de Surpondérer la région avec une préférence pour les secteurs plus sensibles aux cycles.
<b>Royaume-Uni</b>	Les progrès rapides de la vaccination ont renforcé la confiance des chefs d'entreprise et les valorisations britanniques sont les plus attrayantes des marchés principaux. Nous sommes passés à Surpondérer.
<b>Suisse</b>	Le marché est dominé par des actions défensives de qualité, ce qui devrait contribuer à amortir les effets d'une baisse.
<b>Japon</b>	Nous continuons de Surpondérer les actions japonaises qui ont atteint récemment des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis début 1991, mais cette fois, sans avoir des valorisations excessives.
<b>Pays émergents</b>	Nous avons décidé de sécuriser des bénéfiques sur les actions émergentes après une performance solide depuis que nous avons renforcé notre exposition en septembre, et nous avons ramené notre exposition de Fortement Surpondérer à Surpondérer.
OBLIGATIONS	
<b>Souveraines</b>	Les obligations d'Etat restent peu attrayantes, offrant des rendements négligeables ou négatifs aux investisseurs. Nous continuons de fortement Sous-pondérer.
<b>Maturités*</b>	Nous préférons toujours les obligations à court terme, moins sensibles à une hausse des rendements, sur l'ensemble des marchés.
<b>Indexées sur l'inflation</b>	L'inflation pourrait reculer après un pic provoqué par les prix des matières premières au cours du printemps et de l'été.
<b>Entreprises</b>	Les spreads de crédit IG devraient rester bas, bénéficiant des achats des banques centrales.
<b>Haut rendement</b>	Les obligations à haut rendement (High Yield, HY) restent vulnérables aux difficultés économiques, en particulier les émetteurs les plus faibles.
<b>Dette émergente (en € et en \$)</b>	Nous continuons de recommander une position Neutre, avec un intérêt particulier pour les émetteurs asiatiques compte tenu de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques.
DEVICES	
<b>EUR/USD</b>	L'euro reste fortement sous-évalué en termes de parité de pouvoir d'achat, d'environ -16%.
<b>GBP/USD</b>	La livre sterling a commencé à corriger par rapport aux niveaux de surachat observés fin février grâce à l'accélération des campagnes de vaccination au Royaume-Uni et à la feuille de route déployée pour mettre fin aux restrictions avant fin juin.
<b>EUR/GBP</b>	Les perturbations post-Brexit pourraient peser sur la livre sterling contre l'euro dans les prochains mois.
<b>USD/JPY</b>	Le dollar semble suracheté face au yen après avoir rebondi nettement ces derniers mois.
<b>EUR/CHF</b>	Les marchés sont de plus en plus convaincus que l'année 2021 sera marquée par une reprise cyclique mondiale, ce qui a contribué à affaiblir le franc. Nous anticipons une période de consolidation de l'EUR/CHF.
<b>Devises émergentes</b>	Nous estimons que le renminbi consolidera dans les prochains mois avant de s'apprécier de nouveau.
ALTERNATIVES	
<b>Hedge funds</b>	Nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.
<b>Or</b>	Les dépenses budgétaires et l'espoir d'un assouplissement des mesures de confinement ont affaibli la demande de valeurs refuges. Le cours de l'or devrait se redresser dès que les taux réels s'inscriront de nouveau en baisse.
<b>Pétrole</b>	Les prix pétroliers devraient consolider dans les prochains mois alors que les baisses de production compensent une demande atone à court terme.

Source : SGPB, 26/03/2021

\* 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

### La relance durera-t-elle ?

Les programmes de vaccination s'accroissent, rapprochant la perspective d'une réduction des restrictions sur l'activité (en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni), et les politiques budgétaires et monétaires se conjuguent pour apporter un soutien massif aux particuliers, aux entreprises et aux marchés financiers. Tous ces facteurs conduiront-ils à une surchauffe et à l'inflation ?

Comme nous l'avons souligné dans notre mensuel Notre point de vue de mars, les marchés ont été perturbés par une conjonction de facteurs, à savoir : l'ampleur exceptionnelle des achats d'actifs des banques centrales et les dépenses financées par le déficit ; la croissance rapide de la masse monétaire, avec des versements directs des gouvernements aux ménages ; les craintes d'une surchauffe attisées par l'espoir d'un retour à la normale des économies grâce aux vaccinations ; et la flambée des prix des matières premières depuis mars dernier.

Sous l'effet de ces facteurs, les investisseurs se sont empressés de réévaluer les risques inflationnistes. Les contrats d'échange (« swaps ») sur les anticipations des investisseurs quant à l'évolution de l'inflation américaine à 5 ans dans 5 ans ont augmenté de 1,22% en mars dernier à 2,41%. Les contrats sur l'inflation de la zone euro ont été multipliés par deux, passant de 0,72% à 1,49% en seulement douze mois. Et les points morts d'inflation (une autre mesure de l'inflation attendue, obtenue en soustrayant le rendement d'une obligation d'État indexée sur l'inflation d'une obligation à coupon fixe de même échéance) livrent le même message.

Cette évolution spectaculaire des craintes inflationnistes a tiré les obligations vers le bas. De fait, les investisseurs réclament une meilleure protection contre l'inflation, faisant ainsi grimper les rendements (les rendements évoluent en sens inverse des prix des obligations). Les bons du Trésor américain à 10 ans offrent actuellement un rendement de 1,63%, en hausse par rapport au plus-bas historique de 0,85% touché en août dernier. L'indice Bloomberg Barclays des bons du Trésor à long terme a enregistré une perte de 18,6% depuis.

Parallèlement, la chute des marchés obligataires est à l'origine d'une rotation rapide sur les marchés actions. Certaines valeurs phares des marchés, comme les valeurs technologiques de méga-capitalisation américaines, ont atteint des valorisations

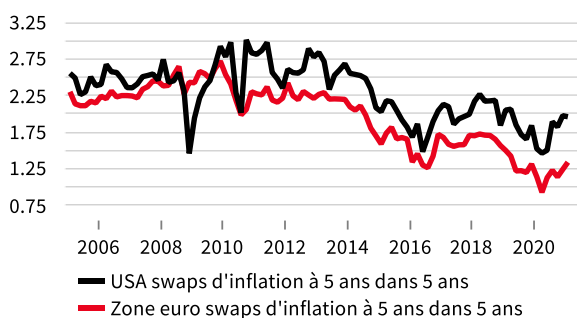
excessives (le secteur des technologies de l'information se traite avec une surcote de 68% par rapport à son ratio cours/bénéfices moyen sur 10 ans) qui n'étaient tolérables que lorsqu'elles étaient comparées à des obligations encore plus surévaluées. Ces derniers mois, les investisseurs ont commencé à se tourner vers les titres « value », qui ont tendance à tirer profit de la hausse des rendements.

Malgré ces changements, les banques centrales sont demeurées imperturbables lors de leurs réunions de mars. L'été dernier, la Fed a revu ses priorités pour se recentrer sur un niveau d'emploi maximal (la banque centrale souhaite que les chiffres du chômage soient inférieurs aux plus-bas antérieurs à la pandémie) tout en indiquant qu'elle se satisferait d'une période d'inflation supérieure à son objectif de 2%. Ce message a été renforcé par les projections des autorités en mars d'un statu quo sur le front des taux directeurs pour les trois prochaines années. De la même manière, la Banque d'Angleterre a souligné que ses perspectives à moyen terme n'avaient guère changé et qu'elle n'était aucunement pressée de relever les taux. Et confrontée à un resserrement des conditions financières, la BCE a annoncé qu'elle accélérerait le rythme de ses achats d'actifs au T2, ce qui lui permettra de maintenir les rendements des obligations du noyau dur à des niveaux bas et les écarts de rendement de la périphérie à des niveaux serrés.

Par ailleurs, nous estimons que ces pressions inflationnistes ne dureront pas. Les dépenses budgétaires actuelles visent à atténuer les problèmes à court terme pour les ménages à faible revenu, les chômeurs et les entreprises, et elles ne contribueront guère à améliorer les perspectives de croissance à long terme. Et une croissance rapide de la masse monétaire a simplement conduit à une accumulation de l'épargne, et non à une accélération de la vitesse de circulation de l'argent au sein des économies, ce qui pourrait être le signe avant-coureur de pressions inflationnistes. De plus, des facteurs désinflationnistes structurels, comme le vieillissement de la population ou des gains de productivité induits par les technologies, n'ont pas disparu.

**Conclusion.** Les prix des matières premières alimenteront une hausse de l'inflation dans les prochains mois, ce qui maintiendra les rendements obligataires sous pression, notamment en USD et en GBP, mais il devrait s'agir, selon nous, d'un phénomène passager. Les banquiers centraux semblent d'accord et sont susceptibles de maintenir les taux directeurs en l'état, tandis que des achats d'actifs énormes contribueront à limiter des pressions excessives à la hausse sur les rendements obligataires.

#### L'inflation anticipée à 5 ans augmente



Source : SGPB, Macrobond, 25/03/2021

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

## En proie aux difficultés

L'environnement actuel, marqué par la relance des économies et la montée en flèche des émissions de dette pour financer les largesses budgétaires, brosse un contexte difficile pour les marchés obligataires. Nos allocations restent inchangées. Nous Sous-pondérons fortement les obligations d'Etat et Sous-pondérons le « crédit », c'est-à-dire les obligations d'entreprise « investment grade » (IG) et à haut rendement (« high yield », HY).

### Taux

**États-Unis.** Les anticipations d'inflation se sont envolées, alimentées par les prix des matières premières, un assouplissement rapide des mesures de confinement et des dépenses budgétaires massives, poussant les rendements obligataires à leur plus haut niveau depuis février dernier. De nouvelles hausses sont encore possibles (nous anticipons un rendement des bons du Trésor à 10 ans de 2,0% au cours des douze prochains mois), en particulier si le plan d'investissement dans les infrastructures vertes de 3 000 Md\$ du Président Biden s'impose en Congrès, compte tenu des émissions obligataires massives qu'il impliquerait. Nous estimons toutefois que la flambée de l'inflation s'avérera éphémère. C'est pourquoi la baisse des prix des obligations, pour l'essentiel, est vraisemblablement derrière nous.

**Zone euro.** En comparaison des bons du Trésor et des « gilts » (obligations d'Etat britanniques), le potentiel de hausse des rendements des obligations du noyau dur de la zone euro a été plutôt limité (le rendement des Bund à 10 ans a augmenté de -0,57% début janvier à -0,23% fin février, avant de revenir à -0,37%). Il y a plusieurs explications : la zone euro pourrait connaître un troisième trimestre consécutif de récession au T2, la lenteur des campagnes de vaccination a laissé les pays vulnérables à une troisième vague d'infections à la COVID-19 et la BCE a récemment accéléré le rythme de son énorme programme d'achat d'actifs de 1 850 Md€. Avec des rendements aussi bas, nous restons Sous-pondérés.

**Royaume-Uni.** Depuis fin 2019, le rendement des gilts à 10 ans est passé de 0,79% à un plus-bas historique de 0,08% avant de remonter à 0,75%. A l'instar des États-Unis, le Royaume-Uni a rapidement progressé sur le front de la vaccination, permettant au gouvernement d'annoncer une levée des restrictions fin juin et laissant redouter une flambée de l'inflation. Cependant, la Banque d'Angleterre (BoE) n'a aucunement l'intention de durcir sa politique puisqu'elle n'anticipe qu'un risque de surchauffe limité.

### Crédit

**États-Unis.** Les rendements des obligations IG ont suivi ceux des bons du Trésor à la hausse depuis fin décembre, laissant les « spreads » (c'est-à-dire les écarts de rendement) à seulement 106 pb, près de plus-bas historiques. Une nouvelle baisse des prix des bons du Trésor étant vraisemblable, le segment IG n'est guère attrayant et nous restons Sous-pondérés. Les rendements des obligations HY spéculatives à 4,34% limitent la compensation du risque de défaut, et nous continuons de Sous-pondérer.

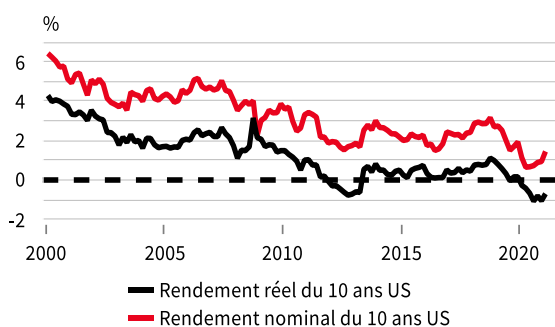
**Zone euro.** A seulement 0,17%, les rendements des obligations IG en euros restent particulièrement peu attrayants compte tenu de l'inflation sous-jacente à 1,1% en février. L'accélération des achats d'actifs de la BCE au cours du prochain trimestre empêchera une baisse marquée des prix, mais ces faibles rendements offrent des perspectives limitées en matière de plus-values. Nous restons Sous-pondérés. Les obligations HY en EUR ne sont guère plus attrayantes. Les rendements à 3,19% dépassent tout juste les plus-bas historiques de 2017 et les spreads ont à peine bougé ces dernières semaines. La récession étant susceptible de se prolonger au T2, nous restons Sous-pondérés.

**Royaume-Uni.** Le crédit libellé en livres sterling n'est guère plus attrayant. Les spreads IG par rapport aux gilts ne se sont élargis que de 7 pb depuis le plus-bas record de la mi-février, et les rendements des obligations HY en GBP dépassent à peine les récents plus-bas historiques. Ces niveaux de valorisation reflètent la reprise cyclique imminente alors que les mesures de restriction sont assouplies et la position accommodante de la BoE, mais de nouvelles hausses sont peu vraisemblables. Nous restons Sous-pondérés.

### Marchés émergents.

Parmi les marchés mondiaux des obligations d'Etat, les émetteurs émergents se distinguent par des spreads face aux bons du Trésor américain de 309 pb. Malgré la hausse des rendements américains et l'appréciation du dollar, les marchés de la dette émergente ont tenu bon, aidés sans aucun doute par la croissance robuste tirée par la Chine et l'amélioration des fondamentaux (le Mexique et l'Indonésie affichent des excédents courants pour la première fois en dix ans). Dans l'ensemble, nous restons Neutres.

Les rendements du 10 ans américain augmentent



Source : SGPB, Macrobond, 25/03/2021

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

### Prendre des bénéfices

Les actions mondiales ont gagné 73% depuis leur plus-bas de 2020 atteint le 23 mars et nous avons décidé de sécuriser des bénéfices, en ramenant notre allocation de Fortement Surpondérer à Surpondérer. Le contexte macroéconomique reste favorable et les investisseurs devraient rééquilibrer les portefeuilles en faveur des marchés et des secteurs plus sensibles aux cycles.

**US.** Les actions américaines de grande capitalisation ont atteint de nouveaux plus-hauts historiques à la mi-mars et restent proches de ces niveaux. Cette situation masque toutefois une rotation nette qui a vu des secteurs de « croissance » comme les technologies de l'information sous-performer, tandis que les titres « value » dans des secteurs comme les industriels, les matériaux et les petites capitalisations (« small caps ») ont surperformé. L'un des principaux facteurs déclencheurs a été la flambée des rendements obligataires (lorsqu'une croissance élevée à long terme des flux de trésorerie d'une entreprise est actualisée à l'aide de taux plus élevés, la valeur actuelle nette de son titre est sous pression). Il n'est donc pas surprenant qu'en période de hausse des taux, les titres « value » surperforment souvent les valeurs de « croissance ».

Les entreprises à forte croissance en question pourraient continuer de prospérer, les ménages et les entreprises s'adaptant aux retombées à long terme de la pandémie, mais sont peu susceptibles de s'imposer comme chefs de file pour le moment. Par ailleurs, compte tenu de la forte pondération des valeurs technologiques de méga-capitalisation dans les indices américains, les bénéfices pourraient être moins sensibles à la reprise cyclique de l'activité. C'est pourquoi nous restons Neutres.

**Zone euro.** L'UE a connu de nombreux problèmes de livraison qui ont entravé ses campagnes de vaccination, laissant la région vulnérable à une nouvelle vague d'infections au coronavirus. En conséquence directe, les mesures de confinement ont été durcies et prolongées, entraînant un retard de la reprise. Cependant, avec un nouveau vaccin disponible en avril et de nouvelles livraisons en cours, nous sommes convaincus qu'une reprise soutenue de l'activité aura lieu au S2.

La répartition sectorielle de l'indice actions de la zone euro favorise les titres « value » sensibles aux cycles, ce qui contribue à expliquer pourquoi les prévisions de croissance des

bénéfices 2021 pour la zone euro à 37,1% sont beaucoup plus élevées que les 24,7% attendus aux États-Unis. La croissance la plus soutenue cette année est attendue dans des secteurs cycliques comme la consommation cyclique, les valeurs industrielles et les matériaux. Les investisseurs semblent anticiper la reprise, ce qui a permis aux actions de la zone euro de surperformer de nouveau leurs homologues américaines. Nous restons Surpondérés.

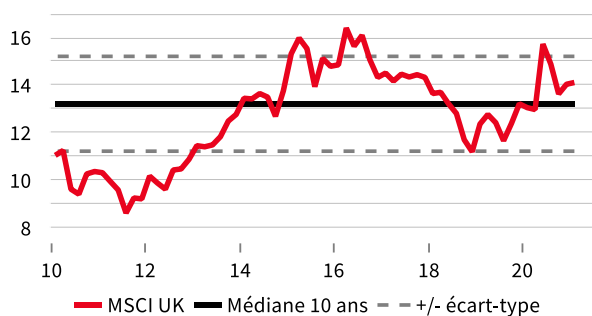
**Royaume-Uni.** Nous sommes passés à Surpondérer sur les actions britanniques. La progression rapide de la vaccination a renforcé la confiance des entreprises, comme en témoignent les chiffres préliminaires des indices des directeurs d'achat (PMI) de mars, et les analystes ont revu à la hausse leurs prévisions de bénéfices pour 2021 de pratiquement 6% sur les trois derniers mois à 48,3%. Par ailleurs, le Royaume-Uni est le marché le plus attrayant dans notre univers de couverture, se négociant à 13,7x les bénéfices à douze mois, soit une modeste surcote de 4% par rapport à la moyenne observée sur les dix dernières années.

**Suisse.** Les actions suisses ont sous-performé la plupart des autres marchés européens depuis fin décembre. Dans un contexte de reprise cyclique, les entreprises défensives de qualité comme celles cotées à Zurich ont été boudées au profit des actions qui devraient profiter davantage de la reprise de la croissance. Cependant, les prévisions de bénéfices sont solides et les fondamentaux des entreprises demeurent robustes, ce qui devrait contribuer à amortir les effets d'une baisse potentielle.

**Japon.** La Banque du Japon a récemment révisé ses directives en matière d'achats d'actifs, en déplaçant son attention pour les ETF actions de l'indice Nikkei 225 au Topix, plus représentatif, qui s'inscrit en hausse de 8,4% depuis le début de l'année. Les actions japonaises sont bien placées pour tirer profit de la croissance robuste dans la région Asie-Pacifique, les prévisions de bénéfices sont révisées à la hausse et les valorisations sont plutôt raisonnables à 17,7x les bénéfices à douze mois et avec un rendement de dividende de 1,9%. Dans l'ensemble, nous restons Surpondérés.

**Marchés émergents.** Nous avons décidé de sécuriser des bénéfices sur les actions émergentes après une performance solide depuis que nous avons renforcé notre exposition en septembre, et nous avons ramené notre exposition de Fortement Surpondérer à Surpondérer. Les analystes continuent de réviser leurs prévisions de bénéfices à la hausse, en particulier sur les marchés à la traîne comme le Brésil et la Russie, et les valorisations restent relativement attractives. Cependant, la résistance de l'Asie face à la pandémie signifie que le potentiel de hausse cyclique pourrait être plus limité que sur des marchés comme la zone euro et le Royaume-Uni, tandis que la vigueur du dollar fragilise souvent les marchés émergents.

#### Les bénéfices des actions britanniques sont proches de leur moyenne à 10 ans



Source : SGPB, Macrobond, S12 2021

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

### Les titres « value » revisités

Les programmes de vaccination continuent de bien progresser, le Président Biden vient de promulguer un plan d'aide fiscale de 1 900 Md£ et les investisseurs se montrent davantage confiants dans les perspectives d'une reprise cyclique. La conjonction de tous ces éléments a fait nettement grimper les rendements obligataires, dans l'espoir d'une relance, entraînant une rotation sur les marchés actions au profit des secteurs et des marchés à la traîne.

Ce contexte économique a poussé nos économistes à revoir à la hausse leurs prévisions en matière de PIB mondial pour 2021, portant la croissance américaine à 4,9% et celle de la zone euro à 4,1%. Il s'agit de la croissance la plus rapide observée en 20 ans grâce à une reprise soutenue au S2. A son tour, cette reprise économique encouragera une remontée cyclique des bénéfices.

En termes de secteurs, le plus grand potentiel de hausse des bénéfices concerne les secteurs sensibles aux cycles, comme l'énergie, les matériaux ou les valeurs industrielles, qui ont tendance à paraître attractifs au regard des ratios de valorisation. Les fournisseurs d'indice comme MSCI divisent leur univers boursier en deux catégories : les valeurs de « croissance » (chiffres d'affaires et bénéfices historiques et attendus) et les titres « value » (ratio cours/actif net, rendement de dividende et ratio cours/bénéfices). Il n'est pas surprenant que les valeurs de « croissance » aient considérablement surperformé les titres « value » depuis la crise des subprimes, les investisseurs ayant accordé une importance à la croissance des bénéfices, qui a été une denrée rare dans une économie mondiale ralentie. Par ailleurs, les banques centrales ont maintenu des liquidités abondantes via des achats d'actifs et des taux d'intérêt historiquement bas, ce qui a eu pour effet de doper les valorisations des actions de « croissance » qui se sont rapprochées de leurs plus-hauts historiques.

Mais des signes se font jour pour justifier une transition vers les titres « value ». **Tout d'abord**, comme leur nom l'indique, les titres « value » sont sous-évalués par rapport à leurs comparables. Et compte tenu des facteurs mentionnés précédemment, nous observons des écarts de prix extrêmes entre les valeurs de « croissance » et les titres « value », laissant un vide énorme à combler.

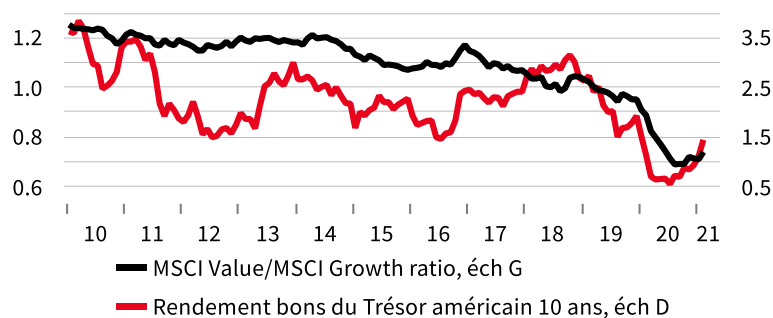
**Ensuite**, en raison de la réouverture des économies après la vaccination grâce aux aides fiscales et monétaires, nous pouvons envisager un bond des chiffres d'affaires et des bénéfices des entreprises, dopés par une flambée de l'inflation à court terme. Cette situation sera favorable aux titres « value » qui, par définition, tirent davantage leur valeur des bénéfices à court terme, contrairement aux valeurs de « croissance », dont la valeur est davantage liée aux bénéfices attendus à long terme. Par ailleurs, le secteur « value », tirant bénéfice de l'amélioration des perspectives macroéconomiques et la hausse des rendements et des anticipations d'inflation, affiche le plus grand potentiel de hausse des bénéfices.

**Enfin**, la Fed ne voyant aucun besoin pressant d'intervenir pour contrer la pentification de la courbe (c'est-à-dire la différence entre les taux courts et les longs), l'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation continuera de pousser les rendements vers le haut sur la partie longue. La récente pentification des courbes a quelque peu écorné les valorisations des actions de « croissance » et ravivé l'intérêt pour les titres « value ». De fait, la hausse des rendements a des effets négatifs disproportionnés sur les actifs affichant des flux de trésorerie avec une durée plus longue (actualiser ces flux de trésorerie à des taux plus élevés aboutit à une baisse de la valeur actuelle nette pour les actions chères). Cette situation contribue à expliquer pourquoi la pentification des courbes de rendement est souvent considérée comme une condition préalable à une surperformance des actions « value ».

A court terme, par conséquent, le décor semble planté pour un renversement des préférences des investisseurs, les titres « value » ayant commencé à regagner le terrain perdu ces derniers mois. Cette rotation vers les titres « value » pourrait se poursuivre à mesure que la croissance économique continuera d'accélérer.

**Conclusion.** Nous mettons en garde contre un changement massif d'allocation de style au sein des portefeuilles. Les actions de « croissance » sont populaires pour de bonnes raisons fondamentales et la reprise cyclique de l'activité ne devrait pas nuire à leur potentiel de bénéfices à long terme. Par ailleurs, même si les taux longs devraient rester supérieurs aux plus-bas observés pendant la crise, les banques centrales devraient continuer d'acheter activement des obligations, ce qui permettra de maintenir des rendements d'obligations d'État plus bas qu'ils ne l'auraient été autrement. Nous recommandons de conserver une large diversification entre les valeurs de « croissance » et les titres « value » au sein des portefeuilles.

La hausse des rendements laisse entrevoir une surperformance des titres « value » face aux valeurs de « croissance »



Sources: SGPB, Macrobond, MSCI, U.S. Dpt of Treasury 02/2021

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

### Dans l'attente d'une reprise synchronisée

Le dollar a été brutalement survenu début janvier et a maintenant corrigé pour revenir aux niveaux de l'automne dernier. Dans les prochains mois, nous anticipons une stabilisation des marchés de change jusqu'à ce qu'une reprise cyclique synchronisée au second semestre permette aux autres devises de grimper par rapport au dollar.

**Indice dollar** L'indice dollar (face aux devises d'autres économies avancées) n'a cessé de s'apprécier après avoir atteint son point bas le 5 janvier dernier. Cette progression a coïncidé avec la victoire des Démocrates en Géorgie qui a permis à Joe Biden de prendre le contrôle du Congrès. Depuis, le Président américain s'est engagé dans des dépenses budgétaires massives, provoquant une hausse des prévisions de croissance et d'inflation, et élargissant les différentiels de rendements en faveur du billet vert. La vigueur de l'indice pourrait persister à court terme, mais nous nous attendons à un nouvel affaiblissement du dollar au S2.

**EUR/USD** L'euro a reculé en deçà de sa récente fourchette de négociation face à l'USD et est revenu dans la zone de 1,16-1,19 où il a évolué entre août et novembre. Nous estimons que la consolidation se poursuivra à court terme compte tenu de la récession prolongée dans la zone euro et de la forte divergence des rendements à 10 ans ces derniers mois. L'écart a grimpé en flèche de 105 pb en juillet à 200 pb. Cependant, les plans de dépenses de Joe Biden aggraveront considérablement le déficit budgétaire américain tandis que le large excédent courant de la zone euro devrait contribuer à mettre un terme à sa nette sous-évaluation face à l'USD.

**GBP/USD** Comme nous l'avons prévu, la livre sterling a commencé à corriger par rapport aux niveaux surachetés observés fin février face au dollar à 1,42. Le contexte macroéconomique reste identique. L'accélération rapide des vaccinations a fait baisser fortement le nombre de nouveaux cas et a rendu faisable la feuille de route pour mettre fin aux restrictions d'ici à fin juin ; la BoE a adopté un ton plus optimiste lors de sa dernière réunion, écartant encore la possibilité de taux négatifs. Cependant, les tensions commerciales avec l'UE sur la mise en œuvre du Brexit continuent de gronder en arrière-plan. Pour résumer, nous restons Neutres pour le moment.

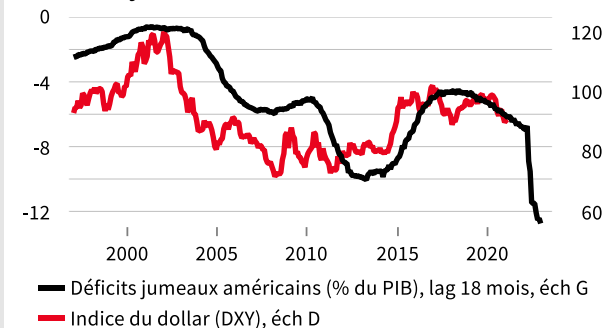
**USD/JPY** Le dollar semble suracheté après un rebond rapide de 103 contre le JPY début janvier à plus de 109. Cette évolution reflète en partie l'espoir vis-à-vis des dépenses budgétaires américaines et de la relance, ce qui a creusé les différentiels de rendement face aux obligations d'État japonaises. En réponse, la Banque du Japon (BoJ) a élargi la fourchette de contrôle de la courbe de rendement sur les obligations à 10 ans de plus ou moins 5 pb autour de 0% à 25 pb. A court terme, nous estimons que l'USD/JPY consolidera légèrement en deçà des niveaux actuels.

**EUR/CHF** Le rapport annuel pour 2020 de la Banque nationale suisse (BNS) a montré combien la banque centrale a été active au premier semestre lorsque ses interventions sur le marché des changes pour freiner la vigueur du CHF ont atteint 90 Mds de francs suisses sur le total annuel de 110 Mds. Depuis que les flux vers les valeurs refuges ont diminué au cours de l'été dernier, le franc s'est affaibli face à l'euro, un mouvement qui s'est accéléré en février alors que les traders se sont positionnés en vue de la relance. A court terme, nous estimons que la récente consolidation de l'EUR/CHF se poursuivra.

**Marchés émergents** L'indice JP Morgan des devises émergentes a corrigé par rapport au plus-haut de 12 mois atteint à la mi-février, la hausse des taux en dollar ayant sapé la confiance des investisseurs dans les devises émergentes. Historiquement, ces épisodes ont pesé sur la capacité des emprunteurs émergents à assurer le service de leurs dettes libellées en dollar. La pandémie a toutefois contribué à améliorer les balances courantes de nombreux pays. Par exemple, l'Indonésie et l'Inde sont devenues excédentaires pour la première fois en dix ans. De plus, les investisseurs mondiaux se sont détournés des maillons faibles comme la Turquie où les obligations libellées en devises étrangères sont détenues pour l'essentiel par des entreprises nationales et des particuliers. Dans l'ensemble, les devises émergentes devraient se stabiliser pour le moment.

**USD/CNY** Le sommet sino-américain qui s'est tenu en Alaska à la mi-mars (le premier impliquant l'administration Biden) a été marqué par des échanges vifs entre les deux parties. Comme nous l'avons prévu, le nouveau président a décidé de garder une ligne dure sur les relations bilatérales. Pékin pourrait ainsi juger moins nécessaire de laisser le CNY s'apprécier face au dollar (une décision qui a contribué à atténuer les tensions commerciales depuis l'été dernier) et laissera la devise consolider pour le moment. Malgré ces considérations, les flux d'investissement vers la Chine devraient se poursuivre compte tenu des rendements réels attractifs offerts.

#### Les déficits jumeaux devraient affaiblir le dollar



Source : SGPB, Macrobond, BEA, U.S. Dpt of Treasury, 25/03/2021

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.

## IDÉE D'INVESTISSEMENT

### Miser sur le cycle des matières premières

Les « devises liées aux matières premières » sont simplement celles émises par les plus grands producteurs et exportateurs de matières premières. L'évolution du prix de ces matières premières a généralement un impact majeur sur les balances commerciale et courante des exportateurs. Par ailleurs, une explosion de l'activité de matières premières a tendance à doper l'économie nationale, contribuant ainsi à améliorer l'équilibre budgétaire grâce à une hausse des recettes fiscales. Par conséquent, lorsque les prix des matières premières sont élevés, les moteurs fondamentaux des devises liées aux matières premières (comme leur solde budgétaire et leur balance courante) ont tendance à s'améliorer, contribuant à stimuler leur taux de change. Les trois devises liées aux matières premières que sont le dollar australien (AUD), le dollar canadien (CAD) et la couronne norvégienne (NOK) nous semblent particulièrement intéressantes.

Bien que l'**Australie** se classe seulement au 13<sup>ème</sup> rang mondial en termes de PIB, l'AUD est l'une des cinq devises les plus fréquemment échangées. Le pays produit des volumes significatifs de minerai de fer, de charbon, de pétrole et de gaz, d'or et d'argent, de cuivre et d'aluminium, pour la plupart destinés à l'exportation. Sans surprise, la proximité géographique de l'Australie et les réserves diversifiées de matières premières signifient que la Chine est son principal marché d'exportation. Par ailleurs, l'Australie a moins pâti de la pandémie que d'autres économies avancées (seulement 11 cas pour 10 000 habitants contre 926 aux Etats-Unis ou 677 en France), soutenant ainsi la confiance des chefs d'entreprise (les chiffres préliminaires des indices de mars dans le secteur manufacturier et les services ont été sensiblement supérieurs aux prévisions). De plus, l'Australie est membre d'un nouvel accord commercial Asie-Pacifique, ce qui stimulera encore le potentiel d'exportation.

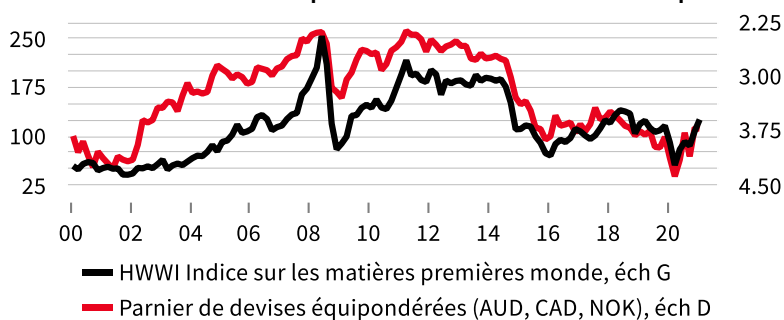
**Le Canada** possède les troisièmes réserves prouvées mondiales de pétrole, qui occupe la deuxième place en termes de recettes d'exportation derrière l'automobile. Le pays est également un exportateur majeur d'or, de blé, d'aluminium et de minerai de fer. Le PIB a enregistré une croissance solide de 9,6% en annualisé au T4, nettement supérieure aux 7,5% attendus par les analystes. La Banque du Canada a opté pour le statu quo monétaire lors de sa réunion de mars et ne devrait pas procéder à une réduction progressive de son programme d'achat d'actifs tant que la reprise ne sera pas bien engagée et que l'inflation ne se sera pas rapprochée de la limite haute de sa fourchette cible à 2%. En attendant, la hausse des prix pétroliers pourrait contribuer à maintenir un CAD fort.

En **Norvège**, l'industrie pétrolière est une composante du PIB si importante que les statisticiens calculent un indicateur « continental » distinct pour éliminer l'instabilité liée aux fluctuations des prix pétroliers. En 2020, le PIB continental s'est contracté de 2,5%, une performance remarquable en comparaison d'autres pays européens. La Norges Bank a une triple mission (croissance et inflation régulières, stabilité financière). Elle se préoccupe donc moins de la déflation que la BCE, par exemple. Les autorités se montrent de plus en plus optimistes vis-à-vis des perspectives pour leur économie et préparent les marchés à une hausse des taux d'intérêt dès septembre 2021. Avec un quart du PIB lié au pétrole et au gaz, une demande croissante devrait contribuer à soutenir la NOK.

Les prix des matières premières se sont redressés d'environ 93% par rapport à leurs plus-bas de mars 2020, mais ne sont revenus qu'aux niveaux de 2018 et restent nettement inférieurs à leurs plus-hauts de 2008. Puisque l'économie mondiale sort de la récession provoquée par la pandémie et que les mesures de relance fiscale sont vraisemblablement axées sur des projets d'infrastructure à forte consommation de matières premières, nous estimons que la demande de matières premières restera robuste dans les deux prochaines années. Une demande de rattrapage pour l'immobilier nécessitera des métaux de base et de l'énergie, tandis que la décarbonisation et les véhicules électriques doperont également la demande de métaux. Ces facteurs donnent à penser que les prix des matières premières pourraient encore augmenter.

**Conclusion.** Compte tenu de leur forte corrélation avec les prix des matières premières ces dernières décennies, nous estimons qu'un panier composé de l'AUD, du CAD et de la NOK a le potentiel d'enregistrer une surperformance solide face au dollar dans un contexte marqué par des politiques économiques de relance et une hausse de la demande.

**Forte corrélation entre notre panier de devises et les matières premières**



Sources: SGPB, Macrobond, Macrobond, HWWI, 01/2021

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

### Vers une baisse des rendements réels

Les prix pétroliers devraient consolider dans les prochains mois alors que les baisses de production compensent une demande atone à court terme. Le cours de l'or devrait se stabiliser dès que les taux réels s'inscriront de nouveau en baisse. Dans les hedge funds, nos stratégies préférées sont les Special Situations, les Directional L/S Equity, les spécialistes Discretionary Global Macro et les CTA.

#### Matières premières

##### Pétrole

Après avoir touché les 70 \$ à la mi-mars, le prix du baril de Brent a connu sa première correction significative depuis les annonces de vaccins en novembre. Les nombreux durcissements des mesures de confinement à travers l'Europe ces dernières semaines ont conduit les analystes à intégrer une période prolongée de mobilité réduite, impactant ainsi la consommation d'essence des automobilistes. Nous n'anticipons toutefois qu'une baisse limitée des prix. L'OPEP et ses alliés (OPEP+) continuent de maîtriser l'offre, ayant repoussé la hausse de la production de 500 000 barils par jour (b/j) attendue ce mois-ci ; et la production américaine reste inférieure de plus de 2 millions de barils par jour (mb/j) aux niveaux de mars dernier.

Concernant le S2, nous estimons que la demande de pétrole se redressera dans les économies avancées à mesure que la zone euro sortira de la récession et que la demande saisonnière aux États-Unis se matérialisera. Cette progression de la demande devrait toutefois coïncider avec une augmentation de l'offre. L'Arabie saoudite est susceptible de mettre fin à ses baisses volontaires de 1 mb/j ; les gisements américains de pétrole de schiste seront en mesure d'augmenter la production compte tenu de la hausse des prix ; et de plus gros volumes de pétrole iranien pourront s'écouler sur le marché si les sanctions américaines sont assouplies (la Chine importe déjà 1 mb/j au mépris de l'embargo imposé à Téhéran).

Nous restons convaincus que le baril de Brent se négociera entre 60 \$ et 70 \$ dans les prochains mois.

##### L'Or

Les banques centrales ont réalisé de faibles ventes nettes d'or en janvier, tirées par la Turquie en proie à la forte instabilité de sa devise. Les ETF liés à l'or ont subi des sorties de capitaux en février à hauteur de 84,7 tonnes, soit environ 2% du total de leurs avoirs, alors que les prix ont baissé sous l'effet de la hausse des rendements obligataires. En sa qualité d'actif ne portant pas d'intérêt, l'or semble relativement moins attrayant lorsque les taux réels (c'est-à-dire après inflation) augmentent, comme ils l'ont fait depuis début août, lorsque l'or a atteint

son plus-haut historique dans les 48 heures qui ont suivi le plus-bas historique du rendement des bons du Trésor à 10 ans.

Les premiers signes d'une reprise de la demande physique d'or continuent de se faire jour. Les importations officielles de l'Inde ont touché un plus-haut de 21 mois de 91 tonnes en février, dopées par la baisse des prix domestiques et les achats réalisés avant la saison des mariages. En Chine, la consommation de détail d'or a explosé en février pendant les congés du Nouvel an lunaire, ce qui devrait conduire à une hausse de la demande de gros en mars, les détaillants reconstituant leurs stocks.

A court terme, la hausse imminente de l'inflation devrait faire baisser les rendements réels de nouveau, ce qui devrait contribuer à limiter la baisse du cours de l'or.

#### Hedge funds

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

Notre allocation Neutre se répartit entre une position Surpondérée sur les gérants qui conservent une exposition directionnelle aux actions et une position Sous-pondérée sur les fonds Market Neutral qui couvrent toute sensibilité potentielle aux fluctuations du marché. Les premiers devraient bénéficier du contexte favorable aux actions, tandis que les derniers pourraient être à la peine, en raison des rotations rapides entre les secteurs et les facteurs de style.

##### Event Driven

Nous continuons de Surpondérer les stratégies Event Driven avec une préférence marquée pour les fonds Special Situations, les gérants idiosyncratiques qui ont tendance à se concentrer sur les opportunités sous-évaluées et qui conservent une exposition à la direction des marchés. Les fonds Merger Arbitrage (qui entendent profiter des écarts de prix entre les prédateurs et leur proie lors de fusions-acquisitions) offrent un potentiel de performance légèrement plus faible, pour l'heure.

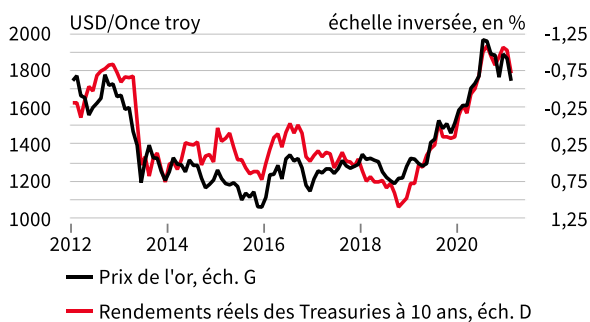
##### Fixed Income Arbitrage

La stratégie L/S Credit semble moins attrayante en pleine hausse des rendements des bons du Trésor qui a accru la volatilité (et par là même le risque) au sein des portefeuilles. Dans le cadre de cette stratégie, les gérants européens pourraient surperformer les fonds américains. Les pressions inflationnistes sont moins intenses, le potentiel de hausse des rendements est modeste et la volatilité est moindre.

##### Global Macro / CTA

Nous continuons de Surpondérer les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA), compte tenu de la diversité de leurs expositions aux tendances solides des devises, des taux et des matières premières. Nous restons Neutres sur les fonds Global Macro pour le moment. Les gérants Discretionary en quête d'opportunités tactiques devraient surperformer les fonds systématiques, mais les spécialistes des marchés émergents sont fragilisés par la hausse des taux et la vigueur du dollar.

#### L'or devrait se stabiliser avec la baisse des taux réels



Source : SGPB, Macrobond, BLS, LMBA, 25/03/2021

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.

# THÉMATIQUES TACTIQUES ET STRATÉGIQUES

## 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
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
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
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	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
18/09/19	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
29/11/19	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
31/03/20	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
26/06/20	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
26/06/20	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
29/09/20	Repenser l'avenir des paiements	La COVID-19 accélérera le passage des espèces et des moyens de paiement traditionnels à la domination des solutions numériques dans les systèmes de paiement mondiaux.	Stratégique
29/09/20	Un consommateur en pleine mutation	« Les millénaires » cédant la place aux consommateurs de la génération Z, des changements profonds bouleversent les habitudes de consommation.	Stratégique
29/11/20	La dette asiatique en devises locales	La croissance robuste en Asie, le renforcement des devises et les différentiels de rendement attractifs devraient favoriser les marchés obligataires asiatiques en devises locales.	Tactique
29/11/20	Des titres assurantiers à contre-courant	Après 3 années d'occurrences de catastrophes naturelles plus fréquentes, il est temps de relancer l'idée d'investissement sur les titres assurantiers,	Stratégique
29/11/20	Nouvelles énergies, nouveaux horizons	Réussir la transition vers la neutralité carbone nécessitera d'énormes investissements publics et privés. Et l'hydrogène devrait y jouer un rôle majeur.	Stratégique
26/03/21	Les titres « value » revisités	La rotation vers les titres « value » devrait se poursuivre à mesure que la croissance économique continuera d'accélérer.	Stratégique
26/06/21	Miser sur le cycle des matières premières	Compte tenu de leur forte corrélation avec les prix des matières premières ces dernières décennies, un panier composé de l'AUD, du CAD et de la NOK a le potentiel d'enregistrer une surperformance solide	Tactique

Changement par rapport au trimestre précédent

## Stratégie fermée

Lancement	Conviction	Principale raison	Type
29/11/19	La révolution HealthTech – investir pour un avenir plus sain	Dans un contexte où les investisseurs pourraient chercher à privilégier les titres « Value » dans les secteurs cycliques, le secteur des HealthTech pourraient avoir du mal à suivre le rythme.	Stratégique

Sources : Societe Generale Private Banking, Datastream. Donnée au 26/03/2021 \* Stratégique : 1-3 ans. Tactique : 3-12 mois

# PREVISIONS ECONOMIQUES MONDIALES

## Croissance et inflation

Variations en g.a.* (%)	Croissance du PIB réel					Indices des prix à la consommation				
	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2019	2020	2021f	2022f	2023f
Monde (pond. liée au chg.)	2.6	-3.6	5.3	3.8	3.2	2.9	2.2	2.2	2.2	2.5
Monde (pond.** lié au PPP°)	2.9	-3.5	5.3	4.1	3.6	3.6	3.2	2.9	2.8	3.0
Pays développés (PPA)	1.6	-5.0	4.4	3.2	2.4	1.4	0.7	1.5	1.5	1.7
Pays émergents (PPA)	3.8	-2.5	6.0	4.7	4.4	5.3	5.0	4.0	3.7	3.9
<b>Pays développés</b>										
US	2.2	-3.5	4.9	2.8	2.7	1.8	1.2	2.0	1.9	2.1
Zone Euro	1.3	-6.8	4.1	3.6	2.1	1.2	0.3	1.7	1.1	1.1
Allemagne	0.6	-5.3	2.9	4.0	1.9	1.3	0.4	2.4	1.1	1.3
France	1.5	-8.2	5.9	3.2	2.0	1.3	0.5	1.5	1.0	1.1
Italie	0.3	-8.9	4.5	3.0	1.4	0.7	-0.2	1.2	0.9	0.7
Espagne	2.0	-11.0	5.3	5.0	3.6	0.8	-0.3	1.3	0.9	0.9
R.-U.	1.4	-9.9	5.2	5.7	2.0	1.8	0.9	1.5	1.9	2.0
Japon	0.3	-4.9	3.5	2.8	1.4	0.5	0.0	0.2	1.2	1.3
Suisse	1.1	-3.0	2.6	2.8	1.9	0.4	-0.7	0.0	0.4	0.7
Australie	1.9	-2.4	4.2	3.3	3.1	1.6	0.9	1.8	1.6	2.0
<b>Pays émergents</b>										
Chine	6.0	2.3	8.5	5.0	5.0	2.9	2.5	0.7	1.6	2.2
Corée du Sud	2.0	-0.9	2.9	2.7	2.3	0.4	0.5	1.2	1.3	1.4
Taïwan	3.0	3.1	4.3	2.6	3.0	0.8	-0.2	1.4	1.5	1.5
Inde***	6.3	4.0	-7.9	9.5	6.3	3.4	4.8	5.8	4.3	4.2
Indonésie	5.0	-2.1	4.5	5.1	5.3	2.8	2.0	2.3	2.8	3.0
Brésil	1.4	-4.4	3.6	1.9	1.9	3.7	3.2	5.5	3.7	3.5
Mexique	0.0	-8.5	5.0	2.5	2.0	3.6	3.4	3.7	3.1	3.2
Chili	1.1	-5.9	8.3	3.7	2.8	2.3	3.0	3.7	2.9	3.1
Russie	1.3	-3.1	3.0	2.3	2.1	4.2	3.7	4.5	3.9	4.0
Slovaquie	2.3	-5.2	4.5	4.4	3.6	2.8	2.0	1.6	2.0	2.3
République tchèque	2.2	-6.0	2.5	3.9	2.6	2.8	3.2	1.8	1.9	2.1

\* 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, 26/03/2021

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	3910	2.2%	6.0%	4.5%	60.7%	45.0%	59.9%	80.1%	111.8%
DJ Euro Stoxx 50	3833	4.1%	8.6%	8.3%	40.6%	23.5%	28.2%	26.8%	52.1%
FTSE100	6675	0.9%	3.7%	4.4%	21.0%	0.4%	8.7%	6.6%	33.2%
Topix	1956	1.5%	10.2%	8.4%	40.6%	30.2%	26.1%	38.8%	60.4%
MSCI AC World (\$)	664	-0.3%	4.6%	3.1%	58.5%	38.1%	42.8%	63.2%	91.4%

Obligations pays développés		Performance – rendement total (en devises locales)							
	Rendement à maturité	1 mois	3 mois	Depuis jan.	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
ICE BAML Corp Euro IG	0.41%	0.4%	-0.3%	-0.5%	9.9%	5.6%	7.8%	10.0%	12.6%
ICE BAML Corp Euro HY	2.98%	0.1%	1.5%	1.4%	25.6%	10.7%	12.5%	17.5%	28.1%
ICE BAML Corp US IG	2.30%	-0.6%	-3.8%	-4.3%	13.8%	14.6%	20.8%	23.3%	28.4%
ICE BAML Corp US HY	4.91%	-0.3%	1.1%	0.6%	30.7%	14.3%	20.6%	26.1%	46.5%
ICE BAML Corp UK IG	1.85%	0.4%	-3.1%	-3.9%	13.2%	11.5%	16.7%	18.6%	31.5%
FTSE US Gvt Bond Index 3-7 years		0.0%	-1.6%	-1.6%	0.0%	9.3%	14.4%	13.9%	13.6%
FTSE German Gvt Bond Index 3-7 years		0.7%	-0.2%	-0.3%	0.5%	0.1%	1.8%	1.2%	1.2%
FTSE UK Gvt Bond Index 3-7 years		0.3%	-1.2%	-1.4%	-0.3%	2.5%	5.7%	4.2%	6.6%
FTSE Japanese Gvt Bond Index 3-7 years		0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.5%	-0.6%	-1.2%

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	1288	-6.7%	3.2%	0.1%	57.9%	29.9%	19.4%	48.1%	81.5%
MSCI EM Asia	714	-8.1%	3.9%	0.3%	60.9%	41.1%	30.4%	65.0%	100.8%
MSCI EMEA	249	-1.2%	4.2%	3.7%	47.8%	6.3%	-6.4%	10.7%	33.6%
MSCI Latam	2251	0.2%	-6.3%	-7.4%	44.1%	-12.1%	-17.3%	-2.4%	26.3%

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	4.41%	-1.9%	-4.6%	-5.0%	18.6%	7.8%	10.0%	15.6%	25.1%
Asia	3.43%	-0.8%	-3.0%	-3.2%	13.9%	12.0%	18.8%	22.8%	30.7%
EMEA	4.41%	-2.8%	-3.6%	-4.2%	22.3%	13.1%	14.5%	22.0%	29.5%
Latam	4.90%	-1.0%	-6.7%	-7.1%	16.2%	-0.9%	0.2%	4.6%	16.9%
ICE BAML EM Corp	3.63%	-0.8%	-1.3%	-1.6%	18.1%	12.8%	18.3%	21.3%	27.1%
Asia	3.39%	-0.5%	-0.8%	-1.0%	12.9%	15.6%	18.6%	24.0%	32.7%
EMEA	3.21%	-1.3%	-1.3%	-1.5%	19.5%	13.8%	17.9%	25.2%	44.7%
Latam	4.55%	-0.8%	-2.3%	-2.8%	28.7%	12.0%	16.6%	20.7%	26.3%

Sources : SGPB, Bloomberg, Datastream (données au 25/03/2021)

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 PRÉVISIONS

Devises	Actuel	Prévisions		Performance					
		3 mois	12 mois	Depuis jan. (pb)	12 mois	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
EUR/USD	1.18	1.19	1.24	-3.7%	8.1%	4.0%	-4.8%	8.9%	5.4%
USD/JPY	109	107	104	5.7%	-1.8%	-0.7%	4.2%	-1.9%	-3.4%
EUR/CHF	1.11	1.10	1.13	2.3%	4.0%	-1.5%	-5.5%	3.3%	1.3%
GBP/USD	1.37	1.38	1.36	0.4%	15.5%	4.0%	-2.8%	10.1%	-2.9%
EUR/GBP	0.86	0.86	0.91	-4.1%	-6.5%	0.0%	-2.0%	-1.1%	8.5%

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	1.6%	1.7%	2.0%	70	76	-80	-121	-79	-28
Allemagne	-0.4%	-0.3%	-0.2%	19	-9	-36	-91	-80	-56
Royaume-Uni	0.7%	0.8%	1.0%	53	29	-26	-72	-47	-73

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	1731	1750	1900	-8.8%	7.3%	31.0%	28.3%	38.6%	41.8%
Pétrole (Brent) en USD	61.8	65.0	70.0	19.0%	122.3%	-8.2%	-12.0%	21.9%	54.9%

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	3910	4050	4100	4.5%	60.7%	45.0%	59.9%	80.1%	111.8%
Euro Stoxx 50	3833	4000	4150	8.3%	40.6%	23.5%	28.2%	26.8%	52.1%
FTSE 100	6675	6925	7200	4.4%	21.0%	0.4%	8.7%	6.6%	33.2%
Topix	1956	2035	2110	8.4%	40.6%	30.2%	26.1%	38.8%	60.4%

Source : Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (données au 25/03/2021), 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 Luxembourg (« SG Luxembourg »), 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.societegenerale.lu](http://www.societegenerale.lu). Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SG Luxembourg 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 SG Luxembourg, 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 2021. *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 1,066,714,367.50 at 31 December 2019

Registered under Paris RCS N°552 120 222

## **Societe Generale Private Banking**

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

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



With Ecofolio, all

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.