

FOCUS STRATÉGIE

Inflation : des risques différents aux Etats-Unis et en zone euro

Après une décennie de forte modération des prix, l'inflation a repris fortement au cours des derniers mois dans la plupart des grandes économies. Aux Etats-Unis, l'inflation se situe depuis le mois de mars bien au-dessus de 2% (**graphique 1**), le niveau cible de la Réserve Fédérale (Fed), et a atteint un plus haut niveau depuis 2008 (6,2% au mois d'octobre). Dans la zone Euro, l'inflation est aussi repartie rapidement à la hausse depuis mai (4,1% au mois d'octobre) et se retrouve aussi au-dessus de la cible de 2% (**graphique 2**) de la Banque Centrale Européenne (BCE). Les grandes économies émergentes hors Asie connaissent aussi des fortes pressions inflationnistes depuis mars, avec le Brésil, la Turquie et la Russie affichant des taux d'inflation à deux chiffres.

Dans les économies développées, les pressions inflationnistes paraissent aujourd'hui de nature temporaire, « **temporaire** » **pouvant être défini comme permettant à l'inflation de retourner aux niveaux cibles des autorités monétaires en 2022 sans besoin d'actions préemptives de ces dernières**. En effet, une partie importante de la hausse observée de l'inflation dans les économies développées s'explique par des effets de base et des disruptions liées à la crise du Covid de 2020.

La nature temporaire de l'inflation est cependant questionnée de plus en plus par les marchés et certains représentants des banques centrales. D'une part, les facteurs temporaires durent clairement plus longtemps que prévu. D'autre part, la crise du Covid a introduit des distorsions importantes sur les marchés du travail faisant craindre un nouveau régime avec plus d'inflation. Ce risque est clairement plus présent aux Etats-Unis qu'en Europe.

Nous estimons que la Fed commencera son cycle de resserrement monétaire dès décembre avec la réduction des achats d'actifs et procédera à des hausses de taux d'intérêt fin 2022/début 2023. La BCE devrait au contraire, maintenir ses achats d'actifs jusqu'en 2023 et procéder seulement ultérieurement à des hausses de taux. **Ce scénario nous incite à rester sous pondérés sur les obligations souveraines et sur pondérés sur le dollar contre l'euro. Ce scénario reste porteur pour le marché d'actions.**

En cas de pressions inflationnistes qui perdureraient, et notamment en cas de pressions salariales importantes, celles-ci seraient plus prononcées aux Etats-Unis qu'en zone euro. Dans ce scénario alternatif, la Fed remonterait ses taux plus rapidement et plus fortement, avec un effet négatif à attendre sur la croissance. Dans ce cas, le principal risque pour la BCE serait que les taux d'intérêt de long terme augmentent, avec de nouveau des disparités entre les états des pays de la zone. **Ce scénario alternatif reste favorable pour le dollar et très peu porteur pour les obligations souveraines. Par contre, il serait moins favorable pour les actions compte tenu de la hausse des taux réels à prévoir.**

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 16/11/2021.

ETATS-UNIS : DES RISQUES QUE LE TEMPORAIRE DURE

L'économie américaine est celle qui connaît les pressions inflationnistes les plus importantes parmi les économies développées. L'inflation sous-jacente¹, la mesure privilégiée par la Fed, a ainsi dépassé le seuil de 2% en mars et atteint 4,6% en octobre. Par ailleurs, l'inflation a aussi dépassé le niveau des 2% selon les différentes définitions « d'inflation moyenne dans le temps »² suivies par les membres de la Fed : la moyenne sur 18 mois³ ou sur 24 mois⁴.

Une part importante de l'accélération de l'inflation est expliquée par la normalisation des conditions sanitaires et la spécificité de la reprise économique américaine après le choc du Covid. Les chocs, tous de natures temporaires, peuvent être décomposés de la façon suivante :

#1 Prix de l'énergie

La hausse des prix de l'énergie atteint actuellement 30%. Cette hausse reflète à la fois la normalisation des prix suite au creux de 2020 et la reprise forte et rapide de l'économie. Une stabilisation attendue des prix de l'énergie devrait mécaniquement aider la diminution de l'inflation vers 2% courant 2022.

#2 Chaînes de valeur et chaînes de production

La crise sanitaire a perturbé le processus de production de différents biens industriels, mais aussi de certains services, ainsi que les chaînes logistiques. L'exemple le plus en vue est celui des semi-conducteurs, dont la production reste pénalisée par des fermetures partielles d'usines en Asie. De même, les mesures sanitaires continuent d'entraver l'acheminement des marchandises, visibles notamment dans la congestion des ports américains. Les effets de la pandémie sont aussi présents sur le marché du travail, avec une « pénurie de main d'œuvre » reflétant le fait que beaucoup d'individus ne veulent/peuvent pas retourner vers l'emploi. La normalisation attendue des conditions sanitaires devrait aussi réduire courant 2022 cette source de pression sur les prix..



#3 Changement de nature de la consommation des ménages

la crise sanitaire ainsi que la réponse budgétaire mise en place par le gouvernement américain se sont traduites par un changement de la consommation des ménages. Les transferts fiscaux temporaires, ont généré une très forte progression du revenu des ménages (+7% en 2020 malgré la contraction du PIB) et un fort rebond de la consommation (+3% au-dessus de son niveau avant crise). Or, compte tenu des restrictions sanitaires, cette progression de la consommation s'est reportée massivement vers la consommation des biens (**graphique 3**). Cette forte demande des biens a contribué à la forte hausse de leurs prix depuis le début de l'année ; ces derniers étant plus flexibles que le prix des services. La normalisation de la consommation des ménages (comprise ici comme le retour à une consommation de services plus importante) devrait aussi impliquer une modération des prix des biens.

1 - Inflation ajustée des prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac

2 - La Fed a annoncé une modification de ses objectifs de stabilité des prix et d'emploi fin 2019. Elle cible désormais une inflation à 2% « en moyenne sur le temps » et « la maximisation de l'emploi »

3 - Définition d'inflation sur le temps de Richard Clarida, membre du directoire de la Fed

4 - Définition d'inflation sur le temps de Lael Brainard, membre du directoire de la Fed

ETATS-UNIS : DES RISQUES QUE LE TEMPORAIRE DURE (suite)

Certaines évolutions récentes côté demande confirment le caractère temporaire de ces chocs sur l'inflation. On observe notamment que le revenu disponible des ménages progresse de manière plus modérée et que la consommation des biens durables diminue depuis son plus haut historique de mars 2021. Par contre, côté offre, les distorsions semblent plus persistantes et leurs résolutions pourraient prendre plus de temps que prévu.

Au final, **le risque que les chocs temporaires cités précédemment s'avèrent plus longs qu'anticipés a augmenté, et par conséquent le risque que l'inflation aux Etats-Unis reste au-dessus de 2% pour plus longtemps a aussi augmenté.**

Par ailleurs, il existe le risque que la crise du Covid-19 aux Etats-Unis ait changé la structure du marché du travail, induisant une dynamique durablement plus inflationniste. En effet, malgré un niveau d'emploi et un taux de participation qui restent en dessous de leur niveau d'avant crise, l'écart entre les offres d'emplois et les embauches effectifs est à son plus haut niveau. De plus, les coûts salariaux aux Etats-Unis affichent une croissance plus forte qu'en 2019 et ce malgré un marché de l'emploi pas totalement normalisé. La crise du Covid pourrait avoir diminué de façon permanente le nombre de personnes actives dans le marché du travail (départ anticipé à la retraite, prolongation des périodes d'études). Ceci introduirait un biais haussier sur les salaires, à taux de marge et productivité inchangés, renforçant la boucle prix salaires, qui était très faible pré-Covid. La « réapparition » de cette boucle conduirait vers un régime durablement plus inflationniste.

Au-delà de ce risque sur le marché du travail, la crise du Covid pourrait à moyen terme introduire des mesures commerciales plus restrictives. Les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine restent élevées et les débats sur une relocation de la production industrielle prend de plus en plus d'ampleur aux Etats-Unis. Un tel mouvement de « démondialisation » se traduirait aussi par un régime d'inflation plus important aux Etats-Unis.

Pour le moment, les tensions sur le marché du travail restent focalisées sur certains secteurs, et donc ne seraient pas de mesure à déboucher sur un régime plus inflationniste. En effet, la hausse des coûts salariaux aux Etats-Unis se concentrent principalement sur les secteurs à bas salaires comme l'hôtellerie, restauration ou le transport/logistique (**graphique 5**). Par ailleurs, il est probable que la fin des aides fédérales et la normalisation des conditions sanitaires fassent rebondir le taux de participation dans les mois à venir. De plus, les gains de productivité restent importants, limitant les tensions inflationnistes. Néanmoins, ce risque va être particulièrement surveillé par la Fed dans son analyse de la dynamique d'inflation et dans sa décision d'accélérer le resserrement monétaire.

ZONE EURO : UNE INFLATION ESSENTIELLEMENT PORTÉE PAR L'ÉNERGIE

L'inflation en zone Euro a fortement accéléré au cours des derniers mois, avec une inflation sous-jacente à 2,1% en octobre, son plus haut niveau depuis 2008. Au sein des principales économies de la zone, l'inflation se trouve également au-dessus de la cible de l'autorité monétaire : 4,6% en Allemagne, 3,2% en France et en Italie et 5,5% en Espagne.

Comme pour les Etats-Unis, la dynamique de l'inflation en zone euro s'explique par des effets de base liées à la normalisation des conditions sanitaires et des effets de taxe dans certains pays (Allemagne notamment). Plus spécifiquement, les chocs de natures temporaires, en zone euro sont les suivants :

#1 Prix de l'énergie

Les prix de l'énergie sont fortement en hausse dans la plupart des pays de la zone euro, du fait de la hausse du prix du pétrole et du gaz. Dans certains pays, comme en Espagne, l'essentiel de la hausse de l'inflation est d'ailleurs expliqué par l'inflation énergétique. Les différentes mesures prises par les gouvernements européens (baisse de la fiscalité en Espagne, gel de prix ou subventions ciblées en France) ainsi que la normalisation des prix attendues devraient atténuer ces pressions courant 2022.

#2 Chaînes de valeur et chaînes de production

Comme aux Etats-Unis, les chaînes de production et logistique ont été touchées par la crise sanitaire avec des tensions sur les prix de certains biens industriels. La normalisation des conditions sanitaires devrait aussi se traduire par une diminution de ces pressions en 2022.



Il paraît important de noter que contrairement aux Etats-Unis, les pressions sur l'inflation venant de la demande sont bien moins importantes en zone euro. Ainsi, les pressions inflationnistes en zone euro devraient rester moins fortes et permettre une diminution plus rapide de l'inflation. En effet, les divers plans de soutien mise en place pendant la crise sanitaire ne se sont pas traduits par des accélérations similaires du revenu disponible des ménages (il s'est même contracté dans certaines économies telle que l'Italie). La dynamique de consommation des ménages est d'ailleurs différente de celle des Etats-Unis, avec une consommation des biens retrouvant à peine son niveau d'avant crise au T3-21 (**graphique 4**).

Par ailleurs, les pressions sur les salaires en zone euro sont aussi plus faibles. Si des tensions sur le marché du travail existent, avec des secteurs qui reportent des difficultés à embaucher, celles-ci sont moins fortes qu'aux Etats-Unis (**graphique 6**). D'ailleurs, les dernières statistiques sur les salaires ne montrent pas d'accélération. Au total, une demande moins forte et des pressions salariales plus modérées feront que l'inflation en zone euro diminuera plus rapidement qu'aux Etats-Unis.

UNE FED PLUS EN AVANCE QUE LA BCE, SOUTENANT LE DOLLAR

Les stades différents des reprises économiques ainsi que les natures différentes des pressions inflationnistes se traduiront par des cycles de resserrement monétaires différents entre les Etats-Unis et la zone euro. Alors que la Fed a déjà annoncé le resserrement de sa politique, la BCE restera plus patiente. Ces évolutions resteront favorables au dollar.

#1 La Fed

La Fed a amorcé son resserrement monétaire dans un environnement de reprise solide de l'activité et d'une inflation élevée. En effet, la **Fed a annoncé la réduction du rythme de son programme d'achats nets de titres de 15 milliards de dollar (mds\$) par mois à partir de décembre contre 120 mds\$ actuellement**. Plus spécifiquement, la Fed va réduire de 10 mds\$ par mois ses achats nets de US Treasuries (contre 80 milliards actuellement) et de 5 mds\$ par mois ses achats nets de MBS (contre 40 mds\$ actuellement).

Le bilan de la Fed se stabiliserait en juin à un niveau de 8 400 mds\$. La Fed a précisé que ce rythme pourrait évoluer, à la hausse ou à la baisse, en fonction de l'environnement économique.

Concernant le début de la hausse des taux, la Fed reste floue sur ce sujet malgré des marchés qui commencent déjà à parier sur des hausses de taux dès 2022 (**graphique 7**). En effet, tout en reconnaissant que les facteurs de la demande contribuent aux pressions actuelles, la Fed reste dans le camp de l'inflation transitoire, s'attendant que les problèmes d'offre se résolvent au cours du deuxième trimestre 2022. De plus, elle considère qu'il n'y a pas de signes de tensions de la boucle prix-salaires dans l'économie américaine. A ce titre, la Fed a par ailleurs rappelé son objectif de « maximisation de l'emploi », en soulignant que la reprise de celui-ci n'est pas aussi vigoureuse que la reprise de l'activité.

#2 La BCE

La BCE devrait intervenir nettement plus tard et devrait rester plus modéré. En effet, lors de sa réunion d'octobre, la BCE a décidé de maintenir son programme d'achats d'actifs lié à la pandémie (PEPP), en annonçant que « en l'état actuel des choses » les achats nets au titre de ce dernier devraient s'arrêter en mars 2022. Par ailleurs, elle a maintenu inchangée ses autres programmes d'achats d'actifs et n'a pas annoncé de date de fin pour ces derniers. Dans un environnement où les marchés parient aussi que la BCE sera obligée de commencer à relever ses taux (**graphique 8**), les représentants de cette dernière ont aussi exprimé qu'ils considèrent la dynamique de l'inflation comme transitoire, reflétant principalement la hausse des prix énergétiques. Dans ce sens, la BCE a insisté sur le fait que les conditions nécessaires pour un début de hausse des taux (à savoir l'inflation atteint 2 % à un horizon deux ans et reste à ce niveau dans les projections de long terme de la BCE, et l'inflation sous-jacente apparaît compatible avec une inflation totale à 2% sur le moyen terme) ne seraient pas réunies en 2022.

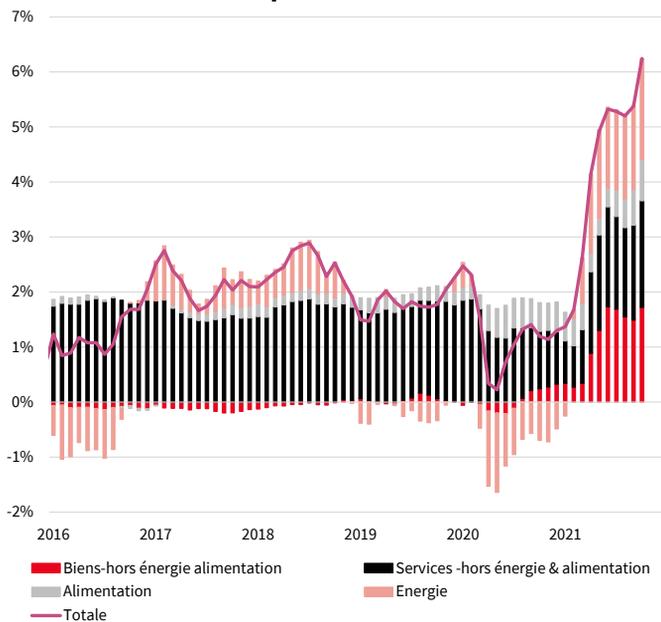
Au final, **nous estimons que la Fed va commencer son cycle de hausse entre le S2.2022 et début 2023, de façon progressive et une fois la reprise du marché du travail bien avancée, tandis que la BCE va maintenir ses taux directeurs aux niveaux actuels au moins durant les deux années à venir.**

Notre scénario reste donc celui d'une inflation qui resterait transitoire. Le resserrement monétaire serait très progressif, et plus en avance côté Fed que BCE. Ce scénario nous incite à rester souspondérés sur les obligations souveraines et surpondérés sur le dollar contre l'euro. Ce scénario reste porteur pour le marché d'actions.

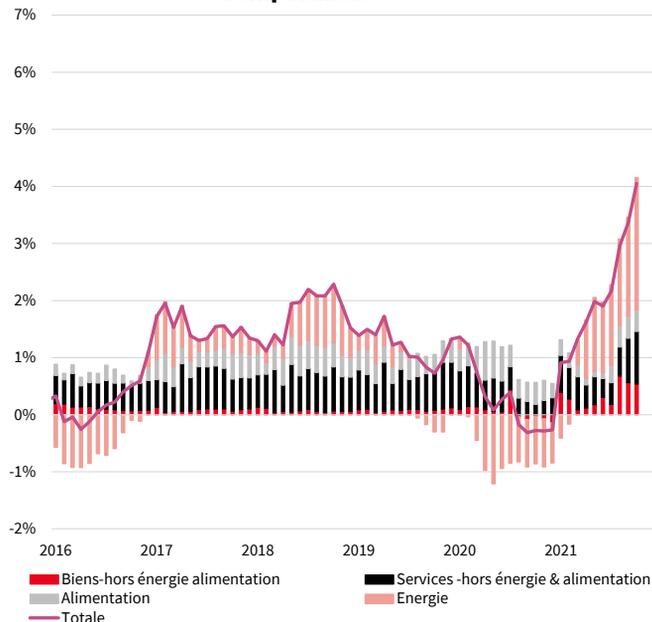
En cas de pressions inflationnistes qui perdureraient, et notamment en cas de pressions salariales importantes, celles-ci s'avéreraient plus prononcées aux Etats-Unis qu'en Europe. Dans ce scénario alternatif, la Fed remonterait ses taux plus rapidement et plus fortement, avec un effet modérateur à attendre sur la vigueur de la croissance. Dans ce scénario, le principal risque pour la BCE serait que les taux souverains augmentent, avec de nouveaux des disparités entre pays de la zone. **Ce scénario alternatif reste favorable pour le dollar et très peu porteur pour les obligations souveraines. Par contre, cette situation serait moins favorable pour les actions compte tenu de la hausse des taux réels à attendre.**

ANNEXES

G1. Etats-Unis: inflation et contributions des composantes

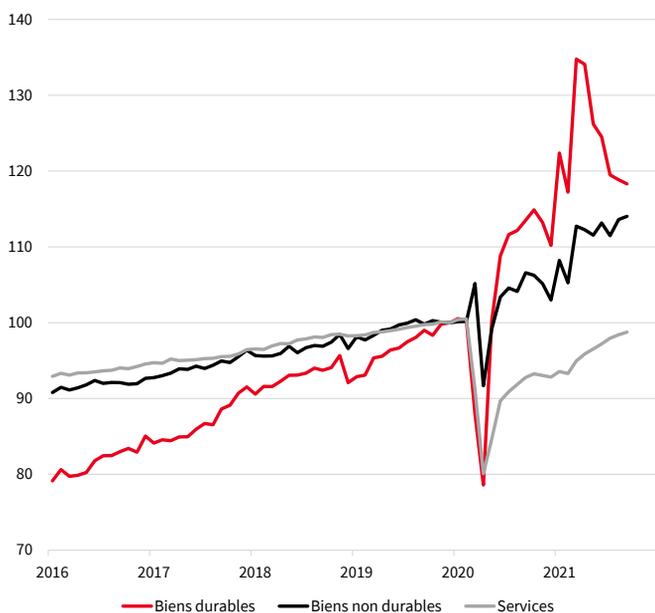


G2. Zone Euro: Inflation et contributions des composantes



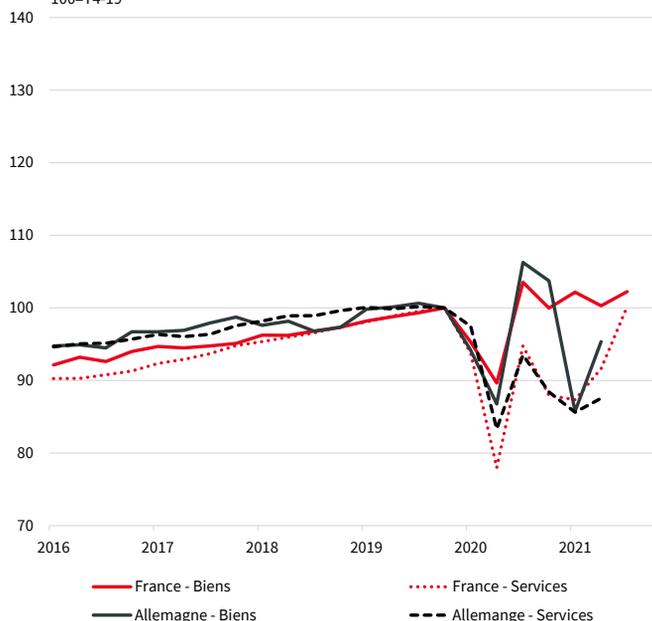
G3. Etats-Unis: Consommation des ménages

100=Déc 2019



G4. Zone Euro: Consommation des ménages

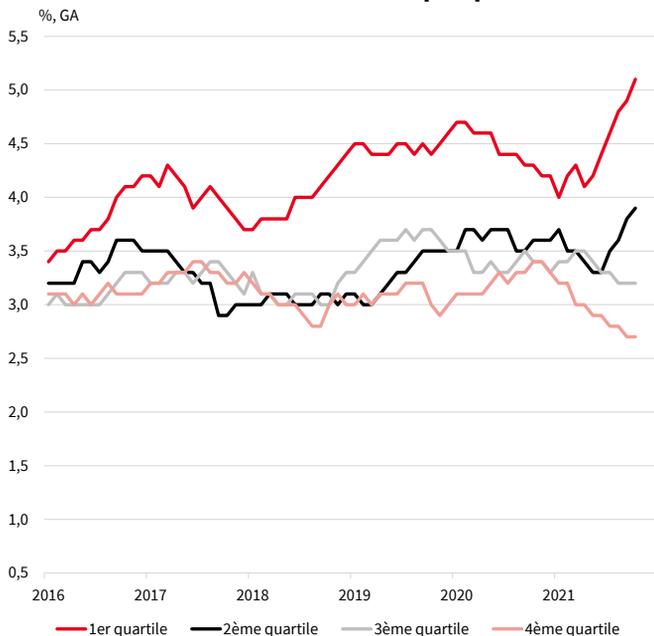
100=T4-19



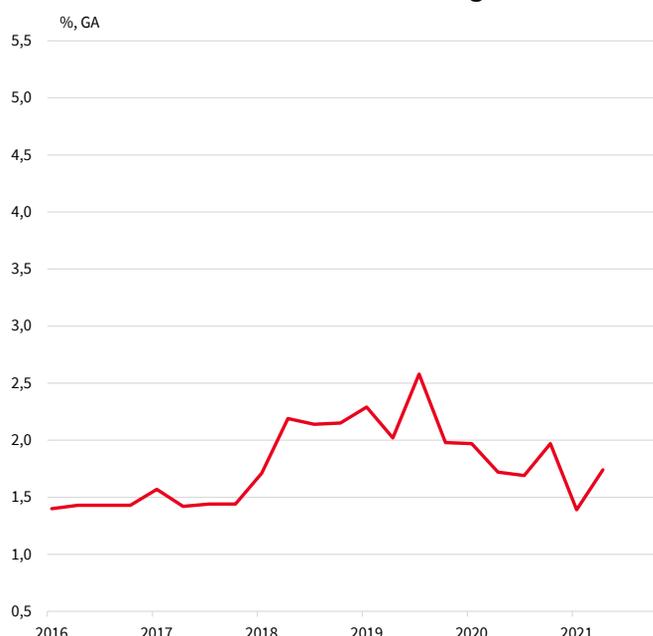
Sources: SGPB, Macrobond, 15/11/2021

ANNEXES

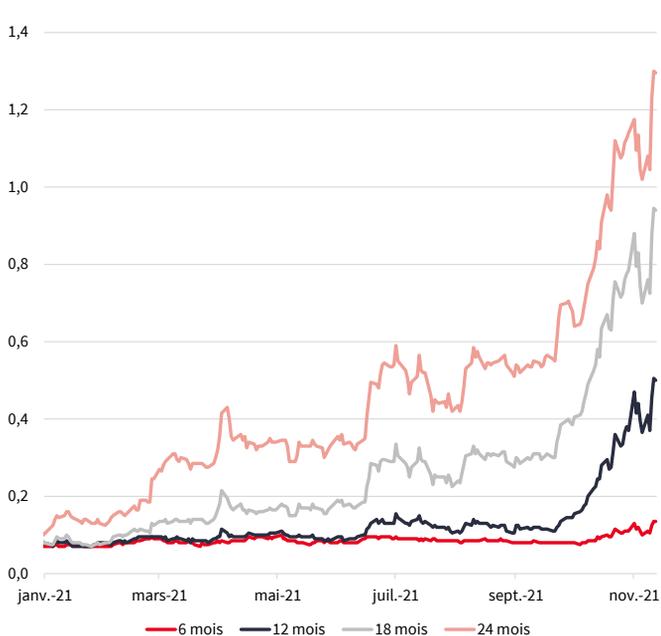
G5. Etats-Unis: Hausse de salaires par quartile



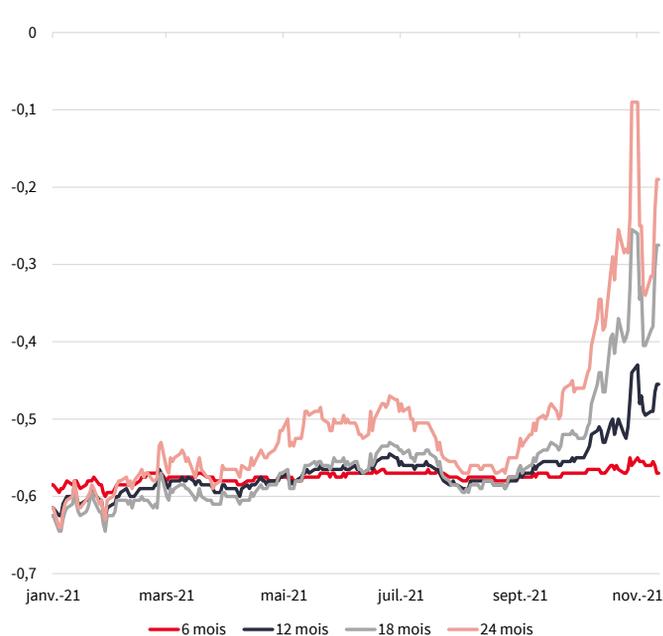
G6. Zone Euro: Hausse des salaires négociée



G7. Etats-Unis: Fed funds futures



G8. Zone euro: EONIA futures



Sources: SGPB, Macrobond, 15/11/2021

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.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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 1er 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. 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, 11 Avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.mc.

Suisse : Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ch.

Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

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

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

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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 5ème étage, 8 St. James's Square, London, Angleterre, SW1Y 4JU.

Iles Anglo-Normandes : SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission ("JFSC") pour les activités bancaires, d'investissement, de services monétaires et de services aux fonds. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 2693, et son siège social est établi au PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited – Guernsey Branch est réglementée par la Guernsey Financial Services Commission ("GFSC") pour les services bancaires, d'investissement et monétaires. Son adresse est située au PO Box 6, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3AE. La société (succursale incluse) est aussi autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority ("FCA") britannique en ce qui concerne les opérations hypothécaires réglementées au Royaume Uni. Le numéro de référence de l'entreprise est le 310344. La société (succursale incluse) n'est pas autorisée ou réglementée par la Financial Conduct Authority britannique pour accepter les dépôts bancaires britanniques et n'est pas autorisée à détenir des dépôts au Royaume-Uni.

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

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

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

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

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

© Copyright Groupe Société Générale 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.