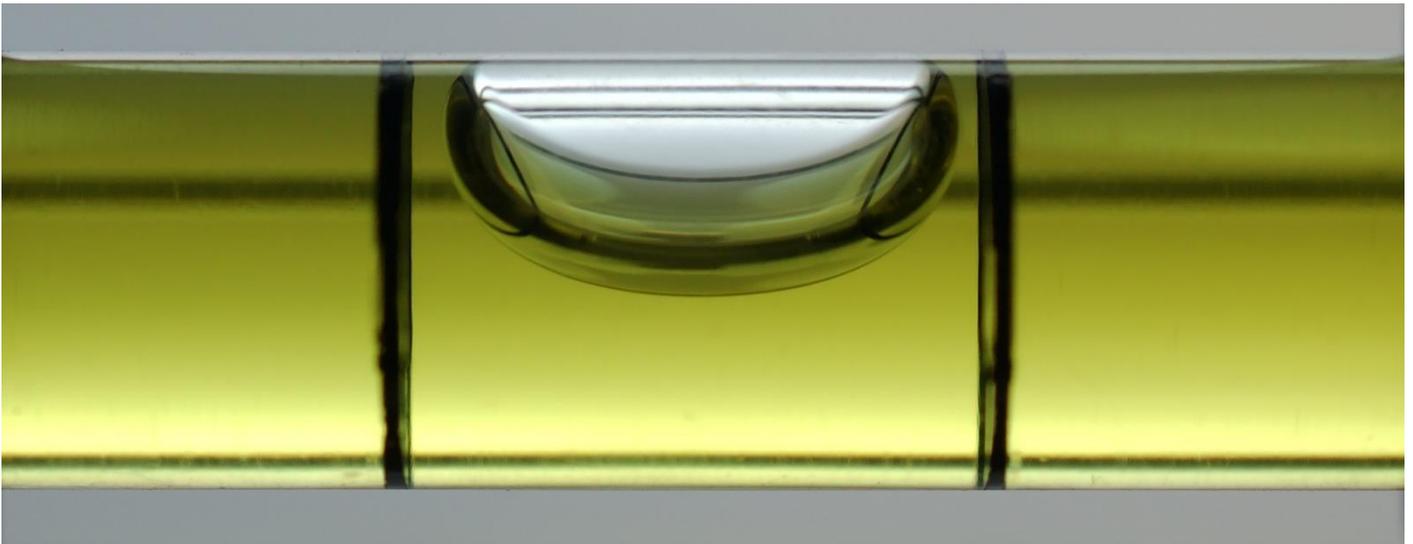


# Notre point de vue trimestriel

## Un jeu de contrastes



## Notre scénario économique

Malgré un climat très instable, l'économie mondiale semble se redresser après un premier semestre poussif. 2018 devrait être marquée par une **croissance plus soutenue que l'an dernier** à moins que l'Italie ne plonge la zone euro dans une crise généralisée et que les représailles à coup de droits de douane ne dégénèrent en guerre commerciale. S'ils méritent une attention toute particulière, à ce stade, aucun de ces risques ne semble réaliste. Néanmoins, les hausses des taux aux USA et l'appréciation du dollar ont pesé sur les économies émergentes les plus faibles, comme l'Argentine ou la Turquie.

Une croissance américaine soutenue et un marché du travail tendu tirent les salaires vers le haut, contribuant ainsi à ramener l'inflation sous-jacente vers son objectif. **Bien que plus modérées dans la zone euro, les pressions inflationnistes s'accroissent encore.** Et une fois encore l'espoir s'amenuise d'assister à un rebond durable de l'inflation au Japon. Dans le mode émergent, le contraste est particulièrement marqué entre l'Asie où la hausse des prix tend à ne pas dépasser 5% et les économies fragiles où la dévaluation des devises est à l'origine d'une remontée plus rapide de l'inflation.

**La Fed envisage de nouvelles hausses des taux** (nous en prévoyons deux autres cette année) et une réduction progressive de son portefeuille de titres. La BCE continuera quant à elle de développer le sien jusqu'à la fin de l'année et a récemment invité les investisseurs à ne pas anticiper de première remontée des taux avant l'été prochain. La Banque d'Angleterre s'est abstenue de procéder à des hausses des taux contestables, tandis que la Banque du Japon continue de viser un rendement nul pour les obligations à long terme. Les tensions commerciales ont récemment incité la banque centrale chinoise à réduire son taux de réserves obligatoires et à injecter des liquidités dans le système.

**La croissance soutenue s'oppose à des préoccupations géopolitiques croissantes.** La première fait grimper les prix, tandis que les dernières les font baisser. Dans ce contexte, une large diversification entre les différentes classes d'actifs semble judicieuse, avec une exposition aux actions du monde développé, notamment aux Etats-Unis. Compte tenu de la hausse des taux américains et des taux négatifs dans le noyau dur de la zone euro, cet environnement est difficile pour les obligations à taux fixe et nous continuons de préférer les obligations d'entreprise aux obligations d'Etat.

*Pour découvrir l'impact sur les classes d'actifs, tournez la page.*



*Le monde est en proie à des forces contraires. D'une part, les tensions commerciales, le nouveau gouvernement populiste en Italie, les crises monétaires en Turquie ou en Argentine dressent un tableau préoccupant pour les investisseurs. D'autre part, la confiance des chefs d'entreprise demeure solide, la politique monétaire reste favorable et la croissance mondiale cette année devrait dépasser celle de 2017. Dans ce contexte, aucune de ces forces contradictoires ne devrait l'emporter, selon nous, laissant entrevoir des marchés instables à court terme.*



### *Un bras de fer commercial*

Beaucoup trouvent le Président Trump imprévisible tant dans ses propos que dans ses actes. S'il est indéniable que son style de communication et de gouvernance n'est en rien comparable à celui de ses prédécesseurs et homologues, il est empreint de convictions fortes, inébranlables. Il est notamment convaincu que des relations bilatérales sont préférables à des organisations multilatérales. Il est par ailleurs persuadé qu'un déficit commercial est la preuve que les sociétés étrangères ont pris le dessus sur les travailleurs américains, le meilleur moyen d'y remédier étant la mise en place de droits de douane.

Tout au long de sa carrière, avant même d'entrer en politique, M. Trump a été un fervent détracteur du libre-échange. Depuis sa victoire aux présidentielles, il a entrepris de mettre ses convictions en pratique, ne faisant guère de distinction entre les alliés et les adversaires traditionnels des Etats-Unis. Et son approche s'avère populaire auprès de sa base électorale. D'après fivethirtyeight.com, sa cote de popularité a progressé de 37,9% début 2018 à 42,2% aujourd'hui. A l'approche des élections de mi-mandat prévues le 6 novembre prochain, la question du commerce restera une réelle préoccupation pour le monde politique et les marchés.

Pour autant, les inquiétudes relatives au commerce ne sont pas illégitimes. Le respect par la Chine des droits internationaux en matière de propriété intellectuelle laisse beaucoup à désirer. Et les droits de douane de 10% appliqués par l'UE aux importations automobiles en provenance des Etats-Unis semblent constituer un anachronisme injustifiable. Mais en préférant une action unilatérale au forum multilatéral de l'OMC, les Etats-Unis ont encouragé des représailles de la part de leurs partenaires mais aussi de leurs ennemis. Il est à craindre ici qu'une hausse des prix et une baisse des échanges commerciaux puissent entraîner un ralentissement de la croissance et une contraction des bénéfices. Ce n'est pas notre scénario central. Nous estimons que des accords seront conclus avant les élections de mi-mandat. Cependant, au vu des tensions commerciales persistantes, les inquiétudes et la volatilité resteront fortes en attendant.

### *Un contexte économique porteur*

Ces six derniers mois, les actifs risqués ont pâti d'un contexte difficile. Le premier trimestre a été marqué par une croissance atone aux USA (sans doute liée à des ajustements saisonniers approximatifs), la zone euro a connu un passage à vide et l'attention des médias s'est focalisée sur les tensions géopolitiques et commerciales. L'économie mondiale est-elle en train de s'enfoncer dans la récession ?

Afin d'identifier des points de retournement conjoncturel, les économistes ont tendance à utiliser un certain nombre d'outils prospectifs, soit en construisant un indice avancé composite soit en examinant la confiance des chefs d'entreprise. Dans notre méthode d'investissement VaMoS™ par exemple, nous utilisons l'Indice économique avancé américain du Conference Board, composé d'un certain nombre d'éléments comme les nouvelles commandes, les attentes des consommateurs ou les permis de construire afin d'évaluer l'évolution future de la croissance. Les tout derniers chiffres (pour mai 2018) restent très proches des récents plus-hauts cycliques et laissent entrevoir la poursuite d'une croissance soutenue.

Par ailleurs, les chiffres mensuels de la confiance des chefs d'entreprise sont un bon indicateur en temps réel de l'évolution de la conjoncture, bien avant les calculs et la publication des chiffres du Produit intérieur brut. Par exemple, l'indice des directeurs d'achats calculé par IHS Markit est largement utilisé pour mesurer les périodes d'expansion et de contraction de l'activité, la frontière entre les deux étant établie à 50 points. Il est donc encourageant que les chiffres préliminaires des indices composites les plus récents pour la zone euro aient grimpé de 54,1 à 54,8 en juin, toujours en territoire d'expansion, laissant entendre que le passage à vide du premier trimestre n'est pas le signe avant-coureur d'un ralentissement économique.

### *Conclusion*

Malgré un contexte économique toujours solide, nous prônons encore une position neutre au vu des difficultés géopolitiques encore nombreuses. Le regain de volatilité attendu générera sans aucun doute des opportunités attrayantes en vue d'une repondération des portefeuilles.

# Nos positions en bref

ACTIONS

OBLIGATIONS

ALTERN.

Nous vous présentons ici les résultats de notre [méthode d'investissement « VaMoS »](#). A partir de signaux portant sur les indicateurs économiques, les valorisations, le momentum et le sentiment de marché, nous affinons nos vues concernant les différentes classes d'actifs pour la période à venir. Les signaux présentés ci-dessous reflètent les dernières conclusions de notre [Comité global d'investissement](#). Voici comment les interpréter :

Prudence

Neutralité

Préférence

Révisions à la hausse en **vert**  
Révisions à la baisse en **rouge**

ACTIONS		VA			MO		S	
		Valorisation	Fondamentaux	Macro.	Momentum	Analyse technique	Sentiment	Risque
	<i>Etats-Unis</i>							
	<i>Zone euro</i>							
	<i>Royaume-Uni</i>							
	<i>Suisse</i>							
	<i>Japon</i>							
	<i>Emergents</i>							

OBLIGATIONS	EUR	Global	VA	MO	S
			<i>Souveraines</i>		
<i>Indexées</i>					
<i>Entreprises</i>					
<i>Haut rendement</i>					
<i>Maturités*</i>	Courtes				

OBLIGATIONS	USD	Global	VA	MO	S
			<i>Souveraines</i>		
<i>Indexées</i>					
<i>Entreprises</i>					
<i>Haut rendement</i>					
<i>Maturités*</i>	Courtes				

OBLIGATIONS	GBP	Global	VA	MO	S
			<i>Souveraines</i>		
<i>Indexées</i>					
<i>Entreprises</i>					
<i>Haut rendement</i>					
<i>Maturités*</i>	Courtes				

DEVISES	<i>EUR/USD</i>	
	<i>GBP/USD</i>	
	<i>USD/JPY</i>	
	<i>EUR/CHF</i>	
	<i>Emergents contre \$</i>	

PROD. ALTERN.	<i>Hedge funds</i>	
	<i>Or</i>	
	<i>Pétrole</i>	

Source : SG Private Banking, 29/06/2018, \* Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans. HY = obligations à haut rendement (de meilleurs rendements, plus de risques), obligations Investment Grade = obligations de qualité (meilleure qualité mais moins de rendement).

## En d'autres termes

ACTIONS*	Etats-Unis	Nous relevons notre positionnement sur les actions américaines, les bénéfices étant révisés à la hausse en réaction à une croissance US solide. Sans parler des effets positifs de la réforme fiscale, la forte croissance des bénéfices par actions reflète de solides chiffres d'affaires et des marges conséquentes. Dans un contexte de hausse des taux, nous privilégions les valeurs financières et les secteurs peu endettés, comme la technologie et la santé.
	Europe	Les bénéfices des entreprises seront renforcés par une plus forte expansion de l'économie mondiale au second semestre, même si les craintes pour le commerce international pèseront sur les marchés exportateurs. La nervosité des investisseurs sera entretenue par un ralentissement de la croissance et des craintes politiques (Brexit, Italie).
	Zone euro	Nous restons neutres sur les actions de la zone euro, car les risques politiques domestiques et les tensions commerciales devraient éclipser l'amélioration des fondamentaux. Nous continuons de privilégier les secteurs cycliques et réduisons les Banques à neutres.
	Royaume-Uni	Nous passons de négatifs à neutres, car les bénéfices par action se reprennent grâce à une hausse des prix pétroliers et à la récente faiblesse du sterling. Toutefois, des défis majeurs perdurent, notamment le ralentissement économique et le manque de visibilité quant à l'issue des négociations sur le Brexit.
	Suisse	Des valorisations élevées et un ralentissement de la croissance des bénéfices devraient peser sur le marché suisse. Toutefois, nous restons neutres car son exposition aux valeurs défensives de qualité supérieure pourrait s'avérer utile en cas de regain d'aversion au risque.
	Japon	Le protectionnisme est une menace pour ce pays exportateur, les bénéfices ont été revus à la baisse et l'inflation tardera une fois encore à ressurgir. Nous restons neutres malgré des valorisations attractives, une forte génération de flux de trésorerie, des réformes économiques structurelles et une meilleure redistribution des bénéfices aux actionnaires.
	Emergents	La prudence est de mise, car les actions émergentes sont affaiblies par la hausse des taux US, une dépréciation du dollar et des tensions commerciales.
OBLIGATIONS*	Souveraines	Les rendements américains pourraient encore augmenter, ce qui nous incitera être sur la défensive. Les récentes déclarations de la BCE ont donné plus de visibilité, même si des risques politiques pourraient encore fragiliser les obligations d'Etat à la périphérie de la zone euro. La prudence est donc de mise.
	Maturités*	Nous privilégions encore la partie courte, car la courbe pourrait se pentifier ou se décaler vers le haut.
	Indexées	Les obligations indexées offrent encore une bonne protection aux investisseurs obligataires.
	Entreprises	L'élargissement des spreads offrent de meilleurs points d'entrée dans la zone euro. Nous relevons notre positionnement à neutre.
	Haut rendement	Les obligations à haut rendement de la zone euro continuent d'offrir un portage attractif mais un fort endettement aux USA nous incite à être plus prudents.
	Dette émerg. (en € et \$)	La hausse des taux US incite les investisseurs à se désengager de la dette émergente. D'où la révision à la baisse de notre positionnement.
DEVISES	EUR/USD	L'euro pourrait rester confiné dans une fourchette à court terme avant de sortir par le haut de cet intervalle.
	GBP/USD	Le sterling sera pris en étau entre une économie résilience et la crainte du Brexit.
	EUR/GBP	Les deux devises sont cycliques et se sont dépréciées contre le dollar. Toutefois, l'euro devrait ressortir le plus renforcé de cette période.
	USD/JPY	Les perspectives sont stables, mais le yen pourrait s'apprécier en cas de regain d'aversion au risque.
	EUR/CHF	Nous prévoyons une dépréciation du franc suisse, mais tout dépendra du sentiment vis-à-vis de la zone euro.
	Emergents	Les devises émergentes sont fragilisées, notamment celles des es pays affichant les moins bons fondamentaux.
PROD ALTER..	Hedge funds	Des volumes d'opération historiquement élevés et un élargissement des spreads pourraient profiter aux fonds Merger Arbitrage tandis que la forte confiance des chefs d'entreprises a donné lieu à de nombreuses situations spéciales.
	Or (once)	La hausse des taux américains devrait entraîner un nouveau repli de l'once d'or.
	Pétrole	L'assouplissement des quotas de l'OPEC et la hausse de la production de pétrole de schiste devraient tirer les prix pétroliers vers le bas.

Source : SG Private Banking, 29/06/2018, \* Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans. HY = obligations à haut rendement (de meilleurs rendements, plus de risques), obligations Investment Grade = obligations de qualité (meilleure qualité mais moins de rendement).

## Banques centrales

### *Des divergences temporaires sur le front de la normalisation des politiques monétaires*

De nombreuses économies développées tournent à pleine capacité, ou presque, et les pressions inflationnistes s'accroissent aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, avec une inflation autour de 2% hors composantes volatiles. Tandis que la Réserve fédérale américaine (Fed) sera encouragée à remonter encore ses taux, les incertitudes demeurent trop nombreuses au Royaume-Uni pour inciter la Banque d'Angleterre (BoE) à lui emboîter le pas. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) ne devrait pas relever les taux avant septembre 2019.

### Changement de régime pour la Fed

« L'accélération de la croissance entraînera un resserrement de la politique monétaire de la Fed »

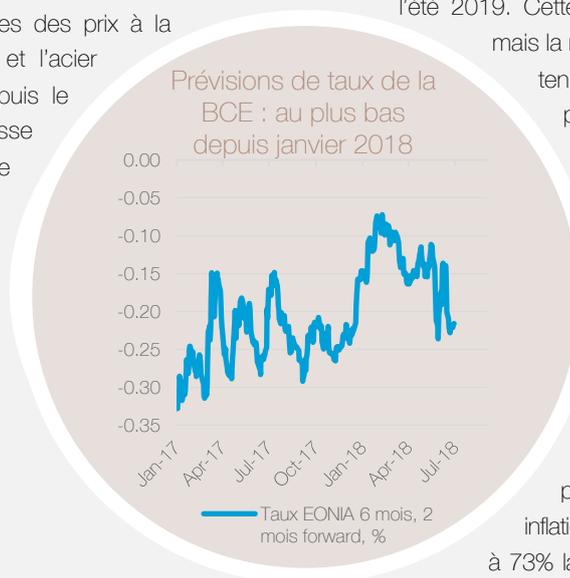
- **Réserve fédérale américaine : de nouvelles remontées de taux.** Le Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) a annoncé quatre relèvements des taux en 2018, suivis de trois autres en 2019.
- La réforme fiscale soutient l'économie et la croissance du PIB pourrait atteindre 3% cette année. Le taux de chômage est à un plus-bas depuis 50 ans et les embauches ne montrent aucun signe d'essoufflement avec plus de 210 000 emplois créés chaque mois depuis le début de l'année. Les tarifs douaniers ont également un impact, les indices des prix à la production pour le minerai de fer et l'acier s'inscrivant en hausse de 13% depuis le début de l'année. Bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario central, une envolée de l'inflation pourrait inciter la Fed à accélérer le rythme des hausses des taux.

### Statu quo de la BCE et de la BoE

« La BCE devient plus accommodante qu'attendu »

- **Banque centrale européenne : au ralenti.** Les pressions inflationnistes s'accroissent dans la zone euro. Cette intensification est toutefois principalement imputable au pétrole, et la BCE ne prévoit pas que l'inflation hors composantes volatiles atteindra l'objectif de 2% avant 2020. En juin, la BCE a annoncé qu'elle réduirait ses achats mensuels d'actifs à 15 milliards d'euros au T4 avant de mettre fin au programme en décembre 2018. Plus surprenant, la banque centrale s'est engagée à ne pas relever les taux avant l'été 2019. Cette déclaration a été jugée prudente, mais la retenue de la BCE est justifiée par les tensions commerciales, les incertitudes politiques et le ralentissement de la croissance, selon nous.

- **Banque d'Angleterre : une faible visibilité.** Après avoir annoncé un possible relèvement en mai, la BoE a opté pour le statu quo. L'inflation est supérieure à son objectif (+2,4% en glissement annuel en mai), mais le ralentissement de la croissance pourrait atténuer les pressions inflationnistes. Les marchés évaluent encore à 73% la probabilité d'une remontée des taux cette année, mais rien n'est encore fait. La BoE pourrait attendre d'avoir plus de visibilité sur le Brexit avant d'agir.



Sources: SGPB, Bloomberg, 29/06/2018. 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.

# Obligations d'Etat



## Vers une hausse des rendements

La hausse des taux courts et l'intensification des pressions inflationnistes tireront progressivement les taux longs vers le haut. Le potentiel de hausse sera plus important aux Etats-Unis et dans le noyau dur de la zone euro qu'au Royaume-Uni. Cependant, la prudence récente de la BCE retardera la progression des taux dans la zone euro.

Pour le trimestre à venir, nous restons défensifs vis-à-vis des obligations d'Etat américaines, tandis que nous continuons de privilégier les obligations indexées sur l'inflation et les obligations à taux variable. Nous réduisons notre exposition à la dette souveraine émergente du fait de la dégradation conjoncturelle.

### Toujours plus haut

Les rendements vont continuer à augmenter, mais le potentiel de hausse variera d'un pays à l'autre

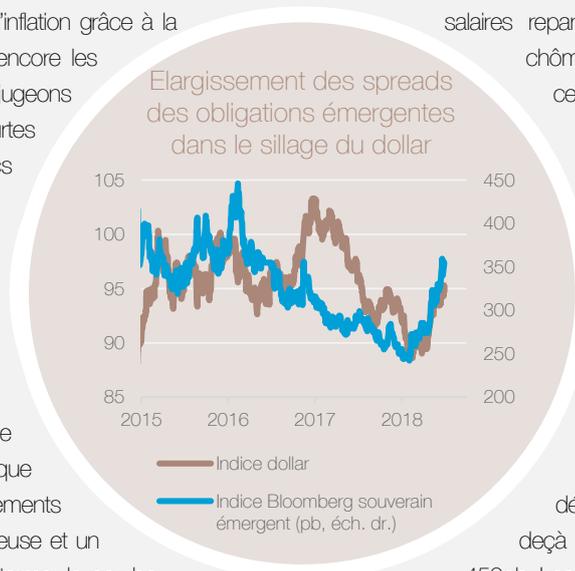
- **Etats-Unis.** Les pressions inflationnistes et deux remontées des taux cette année ont poussé le rendement des obligations d'Etat américaines à 10 ans à 3,10%. Malgré un retour dans une fourchette de 2,75-3,10%, les risques restent haussiers. Nous visons 3,25% avant la fin de l'année, dans la mesure où les rendements obligataires bénéficieront de l'envolée de l'inflation et de l'augmentation des primes de terme (prime demandée par les porteurs d'obligations pour privilégier les maturités longues aux plus courtes). L'amélioration des chiffres d'emploi devrait faire remonter l'inflation grâce à la hausse des salaires. Nous préférons encore les obligations indexées sur l'inflation et jugeons judicieux de privilégier les maturités courtes pour nous prémunir contre des pics d'inflation et une montée des rendements.

- **Zone euro.** Après avoir inscrit un plus-haut à 0,75% en début d'année, le rendement des obligations d'Etat allemandes à 10 ans est de retour à 0,35% après les chiffres de la croissance inférieurs aux attentes et la crise politique italienne. Cependant, la baisse des rendements a été limitée par une croissance vigoureuse et un cadre européen plus robuste. A court terme, la courbe des taux pourrait s'aplatir brièvement après la promesse faite récemment par la BCE de maintenir le statu quo jusqu'à l'été 2019 et de peur que la crise italienne soit loin d'être terminée. A plus long terme, cependant, nous prévoyons encore une hausse des taux longs, soutenue par la fin du programme d'achat d'actifs de la BCE, une envolée de l'inflation et une correction de la surévaluation actuelle.

### Dette émergente : la prudence est de mise

La performance dépendra du portage et non de la compression des spreads

- **Royaume-Uni.** Le rendement à 10 ans est confiné dans une fourchette étroite de 35 pb (1,20-1,55%) depuis le début de l'année. Le recul de l'inflation pourrait inciter la Banque d'Angleterre à repousser sa prochaine hausse des taux. Au vu de l'échec des pourparlers sur le Brexit et du remplacement attendu de Mark Carney l'an prochain, la politique monétaire pourrait rester ultra-accommodante quelque temps encore. Cela pourrait laisser entrevoir une accélération de la croissance, dès lors que les salaires repartiront à la hausse sous l'effet d'un chômage historiquement bas. A court terme, cependant, le potentiel de hausse des rendements semble plus limité qu'aux USA ou même dans le noyau dur de la zone euro.



- **Dette émergente.** Depuis début 2018, les spreads se sont élargis sous l'effet d'une instabilité géopolitique croissante et de tensions politiques en Turquie. L'indice Bloomberg Barclays EM Sovereign Spread se négocie désormais à 353 pb, toujours bien en-deçà de son plus haut de 2016 situé à 450pb. Les pays affichant encore de larges déficits courants, comme l'Argentine et la Turquie, sont davantage l'exception que la règle. Nous prévoyons une croissance réelle dans les marchés émergents de 5% en 2018, après 4,8% en 2017, tirée par les économies aux plus faibles déficits, une croissance solide et des réformes utiles. Les rendements sont attractifs. Cependant, tant que les taux américains s'inscriront en hausse, que les tensions commerciales s'intensifieront et que les sorties de capitaux se poursuivront, le rapport amour-haine entre les marchés émergents et un dollar vigoureux restera houleux. Nous réduisons notre exposition à la dette émergente.

Sources : SGPB, Datastream, 29/06/2018. 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.

## Crédit



## Soyez sélectifs

La performance des marchés du crédit a été inférieure aux attentes depuis le début de l'année, avec l'augmentation des rendements de référence aux Etats-Unis et l'élargissement des écarts de taux dans la zone euro. Cependant, ce contexte difficile ne devrait pas empêcher les investisseurs de trouver des opportunités, à condition qu'ils se montrent sélectifs.

Aux USA, nous continuons de préférer les obligations de qualité supérieure (« Investment Grade ») à celles à haut rendement. Dans la zone euro, nous passons à neutre sur la dette « Investment Grade », mais continuons de surpondérer les obligations à haut rendement. La dette des établissements financiers et les obligations d'entreprise hybrides offrent encore des points d'entrée intéressants. Au Royaume-Uni, le ralentissement économique pourrait peser sur le crédit.

## Etats-Unis

« Nous préférons encore les obligations de qualité supérieure à celles à haut rendement et les banques à la dette des sociétés non-financières »

- **Etats-Unis.** Sur le front des écarts de rendements, les obligations « Investment Grade » se sont stabilisées au S1, tandis que les obligations à haut rendement se sont éloignées de leurs plus-bas de janvier après de fortes émissions et une révision des risques de crédit.
- Malgré un environnement globalement favorable, marqué par une augmentation des bénéfices des entreprises et une amélioration des valorisations, les spreads de crédit pourraient encore s'élargir.
- La hausse des taux américains pourrait peser sur le crédit à plus long terme. Les fusions-acquisitions pourraient stimuler les émissions, tandis qu'une performance médiocre pourrait éloigner du marché les principales catégories d'investisseurs (comme les investisseurs particuliers). La politique monétaire de la Fed devenant moins accommodante, les émetteurs les plus endettés devraient pâtir d'une hausse des coûts de financement nets.
- Dans ce contexte, nous continuons de préférer les obligations « Investment Grade » à celles à haut rendement, pour lesquelles nous attendons un nouvel élargissement des écarts de rendements.

## Zone euro et Royaume-Uni

« Nous relevons notre positionnement sur les obligations de qualité supérieure »

- **Zone euro.** Le ralentissement économique et la crise politique en Italie ont creusé les écarts de rendements. La crainte d'une guerre commerciale a également pesé sur les valorisations, et les écarts de rendements pour les instruments de crédit industriels s'inscrivent en hausse de 270pb par rapport à leurs plus bas de 2017. Dans les deux cas (obligations « Investment Grade » et obligations à haut rendement), la compression des spreads enregistrée en 2017 est désormais terminée.



- Avec la fin des achats d'actifs par la BCE en décembre 2018, le crédit bénéficiera d'un soutien moindre. Il existe encore des facteurs positifs, comme la faiblesse de l'endettement et le contexte économique. Mais le marché sera également confronté à des facteurs techniques négatifs : l'activité d'émission reste soutenue, donnant lieu à un déséquilibre grandissant entre l'offre et la demande. La dette subordonnée émise par des établissements financiers et les obligations d'entreprise hybrides restent nos segments favoris. Nous passons à neutre sur les obligations de qualité supérieure, sous l'effet de l'amélioration des valorisations, et continuons de surpondérer les obligations à haut rendement à des fins de portage.

- **Royaume-Uni.** Après s'être resserrés tout au long de l'année 2017, les écarts de rendements se sont considérablement élargis depuis janvier. Les incertitudes entourant le Brexit restent le risque majeur, le ralentissement de la croissance pesant déjà sur les fondamentaux des entreprises. Les gros émetteurs ont vu leurs bénéfices plonger, entraînant une légère hausse des ratios d'endettement. Nous restons neutres sur cette classe d'actifs.

Sources : SGPB, Datastream, 29/06/2018. 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

## En eaux troubles à cause de tensions commerciales

- Compte tenu de l'intensification des tensions commerciales, de la hausse des prix pétroliers, des remontées des taux américains et de l'aplatissement de la courbe, la volatilité pourrait rester élevée, impliquant une forte instabilité boursière ces prochains mois.
- Le protectionnisme pèse sur les marchés tournés vers l'exportation, tandis que les marchés émergents pâtissent également de la vigueur du dollar et du resserrement de la politique monétaire de la Fed.
- Les fondamentaux restent favorables, avec une reprise de l'économie mondiale au second semestre et une croissance soutenue des bénéfices des entreprises, tandis que les valorisations sont attrayantes depuis début 2018.



## Encore neutres sur les actions de la zone euro



Les risques politiques domestiques et des tensions commerciales devraient éclipser l'amélioration des fondamentaux

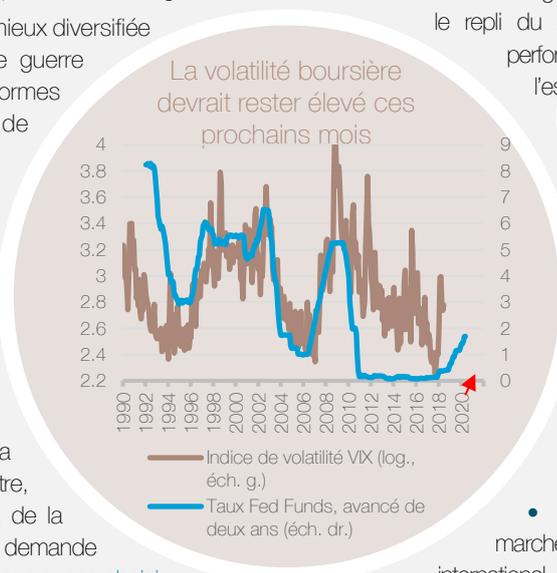
- **Zone euro : neutre.** Après une excellente année 2017, la croissance des bénéfices par action pourrait ralentir en 2018, comme ce fut déjà le cas au S1. Malgré un financement aisé et un euro fébrile, les entreprises seront vulnérables aux tarifs douaniers sur les importations d'acier et d'automobiles via une forte exposition au commerce international, tandis que le risque politique pourrait persister ces prochains mois. Par ailleurs, la décision de la BCE de repousser sa première hausse des taux pèse sur les valeurs financières, principale secteur en termes de pondération. Enfin, les valorisations sont peu attrayantes par rapport à d'autres régions.
- Côté pays, nous préférons la **France**, mieux diversifiée que l'Allemagne (très exposée à une guerre commerciale), tandis que les réformes devraient permettre des gains de productivité à long terme.
- Côté secteurs, nous **préférons l'énergie** (qui bénéficiera du rebond du pétrole et de l'amélioration des fondamentaux des entreprises), les **matériaux** et la **construction** (qui profitent de larges investissements immobiliers et de la hausse des prix de l'immobilier) et les **valeurs industrielles** (qui tirent parti d'un net rebond de la croissance mondiale au second semestre, du cycle des dépenses d'équipement, de la récente faiblesse de l'euro). Malgré une demande solide des ménages dans la zone euro, nous avons choisi de devenir tactiquement neutres sur la consommation cyclique (craintes grandissantes relatives aux droits de douane américains sur l'automobile) et la **technologie** (valorisations élevées).
- Nous passons également à neutre sur les banques de la zone euro. La première hausse des taux par la BCE a été repoussée à l'été 2019 (au plus tôt). Il pourrait donc être difficile pour les banques d'améliorer nettement leurs marges nettes d'intérêt et leurs revenus avec des taux durablement bas.

## Le Japon peine à raviver l'inflation



Le protectionnisme est une menace pour les marchés exportateurs

- Les banques européennes feront face à des difficultés structurelles ces prochaines années (consolidation, réglementation stricte, concurrence déstabilisatrice et hausse des investissements en informatique). Nous continuons d'éviter les secteurs défensifs chers avec de faibles perspectives de croissance des bénéfices, notamment le secteur de la consommation non cyclique.
- **Royaume-Uni : retour à neutre.** Malgré les défis majeurs qui l'attendent (ralentissement économique et manque de visibilité quant au Brexit), ce marché a bondi de 9,1% au T2, notamment grâce aux secteurs liés à l'énergie (25% de l'indice FTSE 100), tandis que le repli du sterling sur le trimestre a stimulé la performance des multinationales qui génèrent l'essentiel de leurs chiffres d'affaires à l'étranger. Dans ce contexte, les BPA ont été revus à la hausse ces derniers mois, une bonne nouvelle pour le marché. Compte tenu de ces facteurs de soutien à court terme, nous passons à neutre.
  - **Suisse : neutres.** Nous sommes neutres à cause de valorisations élevées, d'une plus lente croissance des bénéfices et d'une forte exposition aux actions défensives de qualité.
  - **Japon : neutres.** Le Japon est un marché cyclique et sensible au commerce international. Ses producteurs sont particulièrement exposés à une éventuelle guerre commerciale. Par ailleurs, la dégradation de l'activité manufacturière mondiale au S1 a incité les analystes à abaisser leurs prévisions de croissance (le PIB réel devrait revenir sous son rythme potentiel en 2020). Dans ce contexte, les prévisions de bénéfices ont été fortement revues à la baisse. Enfin, le Japon peine encore à relancer l'inflation qui reste bien inférieure à son objectif de 2%. Nous sommes donc neutres, malgré des valorisations attrayantes, une solide génération de trésorerie, des réformes structurelles et une meilleure rémunération des actionnaires.



## Autres marchés actions

### Nous relevons notre positionnement sur les Etats-Unis à légèrement surpondérer

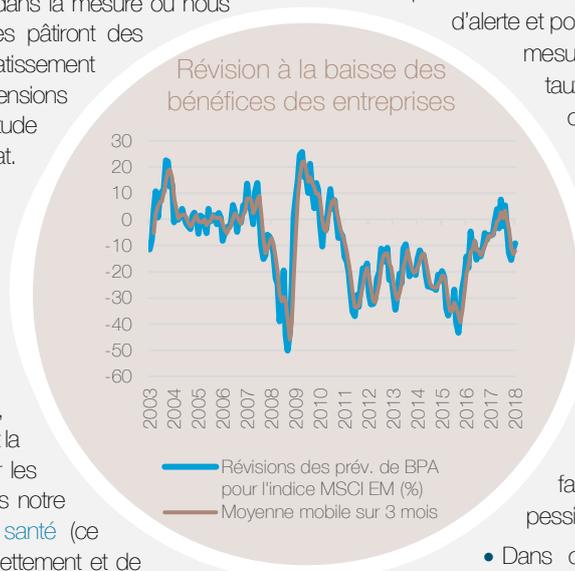
Les actions américaines devraient bénéficier d'une croissance soutenue des bénéfices

- **Etats-Unis : surpondération tactique.** La réforme fiscale est désormais intégrée dans les prévisions des bénéfices par action (BPA) du consensus IBES, et des chiffres d'affaires solides et des marges élevées seront requis pour permettre la poursuite d'une croissance soutenue des BPA. Les chiffres d'affaires devraient continuer d'augmenter grâce à l'expansion économique et au potentiel de hausse limité du dollar (voir page 12). Même si les pressions salariales menaceront les marges de bénéfices ces prochains trimestres, nous sommes convaincus que la reprise des dépenses d'équipement stimulera la productivité et atténuera ainsi les effets négatifs de la hausse des salaires. Les prix des actions américaines devraient encore augmenter ces prochains mois, profitant de la croissance soutenue des bénéfices. Cependant, le potentiel de hausse devrait être limité, dans la mesure où nous estimons que des valorisations élevées pâtiront des remontées des taux américains, de l'aplatissement de la courbe des taux, des tensions commerciales et du climat d'incertitude politique avant les élections de mi-mandat.
- Côté secteurs, nous **préférons l'énergie** (qui bénéficie des fondamentaux plus solides des entreprises et des prix pétroliers élevés), les **valeurs financières** (l'aplatissement de la courbe des taux est un frein, mais la croissance solide de l'économie américaine, la hausse des taux d'intérêt, l'assouplissement de la réglementation et la croissance des prêts devraient soutenir les bénéfices des banques). Nous relevons notre positionnement sur le secteur de la **santé** (ce secteur défensif présente un faible endettement et de bonnes perspectives de croissance des BPA, tandis que les pressions politiques sur la tarification des médicaments s'affaiblissent) et la **technologie** (malgré des valorisations élevées et des tensions commerciales sur le segment des semi-conducteurs, la croissance des BPA est solide grâce à des facteurs de soutien structurels, à une forte capacité à fixer les prix et à des marges élevées). Mieux vaudrait éviter la **Consommation cyclique**, concentrée sur quelques actions (risque idiosyncratique) et où les valorisations sont excessivement élevées (e-commerce). Nous **restons négatifs sur les secteurs défensifs sensibles aux taux d'intérêt** comme les télécommunications, les services aux collectivités et la consommation non cyclique. Cette dernière affiche un faible pouvoir de fixation des prix, la forte concurrence des géants de la distribution en ligne/sur Internet l'empêchant de répercuter la hausse des coûts de production sur les consommateurs.

### Prudence sur les actions émergentes

Les actions émergentes sont affaiblies par la hausse des taux US, la vigueur du dollar et les tensions commerciales

- **Marchés émergents : se montrer sélectif.** L'indice MSCI Emerging markets a cédé 10% en dollars au deuxième trimestre. Cette forte sous-performance face aux marchés développés s'explique par l'appréciation du dollar, la hausse de taux américains et la montée du protectionnisme. Ces facteurs continueront de peser sur les économies émergentes ces prochains mois, en particulier celles fortement tributaires des financements extérieurs (Turquie, Argentine). Néanmoins, ces dernières années, les balances courantes et la dette nationale se sont sensiblement améliorées dans de nombreux pays émergents. Le monde émergent devrait donc mieux résister à la hausse des taux mondiaux que par le passé. Dans ce contexte, les banques centrales des marchés émergents resteront en état d'alerte et pourraient dans certains cas prendre des mesures préventives (comme remonter les taux) pour éviter des sorties brutales de capitaux et une envolée de l'inflation.



- Les bénéfices des entreprises ont baissé au S1, la dégradation du commerce international ayant fragilisé l'activité manufacturière. Malgré un accès de faiblesse, les BPA continueront d'enregistrer une croissance à deux chiffres cette année, et les valorisations des actions émergentes sont attrayantes, deux facteurs qui nuancent quelque peu le pessimisme ambiant.

- Dans ce contexte, **il est primordial d'être sélectif.** Un agenda politique chargé en Amérique latine et en Europe de l'Est, et l'escalade des tensions au Moyen-Orient encourageront les investisseurs à rester prudents. En Asie, l'économie indienne est davantage tournée vers son marché national, tandis que les économies coréenne et taïwanaise sont vulnérables à une dégradation du commerce international et à une montée du protectionnisme américain, compte tenu de leur importance dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, en particulier les produits électroniques. Les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine devraient rester vives ces prochains mois, mais les actions *offshore* chinoises (telles que mesurées par l'indice MSCI China) pourraient mieux performer que leurs homologues asiatiques.

Sources : SGPB, Datastream, 29/06/2018. 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.



## Etats-Unis : privilégier les sociétés peu endettées

Dix ans après la crise financière mondiale, l'endettement des entreprises américaines atteint une fois encore des sommets historiques. Après une courte période de désendettement, les entreprises non financières américaines ont commencé à accumuler de nouveau des dettes à partir de 2011, la politique monétaire particulièrement accommodante de la Réserve fédérale américaine ayant fait plonger les coûts d'emprunt à des niveaux extrêmement bas.

### En résumé

- Les remontées des taux auront des effets moindres sur les entreprises peu endettées, encourageant ainsi leur surperformance.

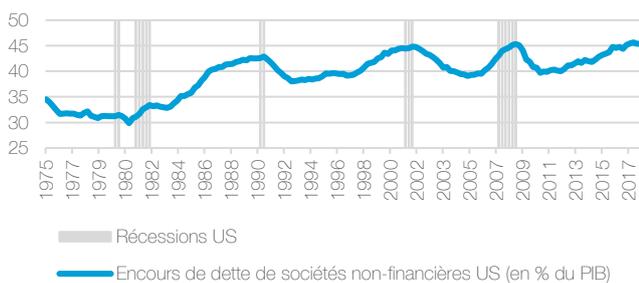
S'endetter lourdement a permis aux entreprises américaines de se développer plus rapidement, d'améliorer leur retour sur fonds propres et de mieux rémunérer leurs actionnaires au travers de dividendes plus élevés et de rachats d'actions plus importants. D'après les données de la Banque des règlements internationaux (BRI), le niveau d'endettement des entreprises non financières (mesuré par le ratio dette nette/PIB) a atteint 73,5% au T4 2017, un niveau encore plus élevé que le précédent pic enregistré au T1 2008 à 72,5%.

La réforme fiscale, le redressement des bénéficiaires et la génération de trésorerie devraient permettre aux entreprises de trouver des capitaux suffisants pour rembourser partiellement leurs dettes. Cependant, si un niveau d'endettement élevé est gérable lorsque les coûts d'emprunt sont faibles, il fragilise également les entreprises lorsque les taux d'intérêt commencent à augmenter. Les conditions de financement se sont considérablement durcies aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine ayant continué à remonter les taux. La hausse du rendement des obligations d'Etat américaines, la vigueur du dollar et l'élargissement des spreads de crédit n'ont fait qu'empirer les choses. Cette tendance devrait se poursuivre ces prochains mois, puisque le resserrement monétaire va continuer aux Etats-Unis. Nous prévoyons deux nouvelles hausses des taux cette année et trois l'année prochaine. Nous estimons également que le rendement des obligations d'Etat à 10 ans atteindra 3,25% dans 12 mois (voir pages 6-7 pour plus de détails).

Les entreprises faiblement endettées sont mieux à même de résister à un durcissement des conditions d'emprunt. La hausse des taux et l'élargissement des spreads de crédit devraient augmenter les frais financiers et par là même entraîner une dégradation du ratio de couverture des intérêts (ratio charges d'intérêt/résultats avant intérêts et impôts) pour les obligations et les prêts. La hausse des charges d'intérêt des entreprises est liée aux nouvelles créances émises à des taux plus élevés et à la hausse des taux sur les obligations à taux variable en circulation. Cependant, la sensibilité aux remontées des taux varie d'un secteur à l'autre. Les secteurs avec des ratios d'endettement élevés et fortement exposés aux fluctuations des taux d'intérêt ou aux taux variables (immobilier) sont plus vulnérables à une hausse des taux.

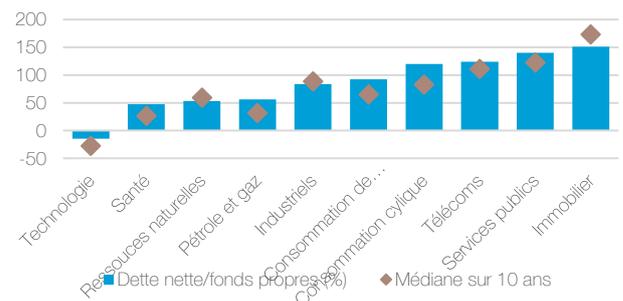
Conclusion. Les entreprises américaines peu endettées résisteront mieux au resserrement monétaire que leurs homologues lourdement endettées, encourageant ainsi leur surperformance. Côté secteurs, nous préférons la technologie et la santé (qui affichent tous deux une trésorerie solide) aux télécommunications, aux services aux collectivités et à l'immobilier.

L'endettement des entreprises US à un plus haut historique  
Encours de dettes d'entreprises non financières US (en % du PIB)



Sources : SGPB, Datastream, à la fin du T1 2018

L'immobilier est le plus endetté  
Taux d'endettement des différents secteurs d'activité américains (%)



Sources : SGPB, Datastream, 30/06/2018

## Devises principales

### Dollar : vers un raffermissement (pour l'instant)

- L'accélération de la croissance américaine et la hausse des taux US soutiennent le dollar.
- Nous ne voyons rien qui pourrait déclencher un rebond de l'euro pour l'instant, mais nous restons haussiers à long terme.
- L'incertitude entourant le Brexit reste forte, limitant la pression du sterling.
- Le yen consolide mais devrait sortir par le haut de sa fourchette.

### Dollar : potentiel de hausse limité

« Nous pensons que l'euro a touché le fond. »

• **Dollar : légèrement haussiers.** La plus forte croissance américaine et les hausses des taux de la Fed ont soutenu le billet vert. Les tensions commerciales seront également un facteur de soutien. Elles pèseront surtout sur les devises de pays exportateurs. Les monnaies émergentes ont cédé du terrain contre le dollar et la spirale baissière pourrait se poursuivre. Même si le billet vert pourrait encore gagner du terrain, le potentiel de hausse semble limité, car le dollar est déjà cher.

• **Euro : instabilité.** Divers facteurs ont affaibli la monnaie unique. La croissance a été moins forte dans la zone euro qu'aux USA. La Réserve fédérale américaine a relevé ses prévisions de taux pour 2018 tandis que la BCE s'est engagée à maintenir ses taux inchangés jusqu'à l'été 2019. Par ailleurs, les craintes italiennes et les lentes réformes dans la zone euro ont pesé sur le sentiment des investisseurs. Toutefois, nous pensons que la barre des 1,15 constituera un support solide et nous restons donc légèrement haussiers compte tenu de la forte croissance et de la sous-évaluation de l'euro. Nous avons encore réduit nos prévisions à 6 et 12 mois, les ramenant à 1.20 et 1.25 respectivement.

• **Sterling : stabilisation.** Le sterling souffre des tensions commerciales et de l'issue incertaine des négociations entourant le Brexit. Dans la mesure où nous ne prévoyons pas d'amélioration à court terme sur les deux fronts, le sterling devrait rester sous pression. Toutefois, la légère sous-évaluation du sterling et une possible hausse des taux avant la fin de l'année devrait soutenir la livre. Nous visons 1.35 dans six et douze mois.

### Bonne nouvelle pour les valeurs refuges

« L'aversion au risque profitera au franc suisse et au yen. »

• **Franc suisse : vigueur sous-jacente.** La réduction des liquidités, le regain d'aversion au risque et les conflits commerciaux ont aidé le franc à reprendre du terrain contre l'euro. A court terme, nous prévoyons une consolidation mais tablons encore sur une légère dépréciation. La devise est clairement surévaluée et la banque centrale souhaite laisser sa devise de déprécier. En résumé, l'EUR/CHF devrait grimper à 1.18 dans six mois et 1.22 dans un an.

• **Yen : risques haussiers.** A l'instar des autres valeurs refuge, le yen a bénéficié d'un regain d'aversion au risque. La politique monétaire japonaise reste très souple et un l'objectif d'inflation de 2% reste très éloigné. Quand la volatilité se renforce, les investisseurs domestiques tendent à rapatrier des actifs ou couvrir leur exposition à des marchés étrangers. Cela signifie que le risque est à une appréciation du yen. Sans surprise, le yen et le franc suisse évoluent dans des fourchettes étroites. Pour l'heure, nous pensons que le yen traitera autour de 110 dans six mois et 105 dans un an.

Les tensions périphériques soutiennent le franc suisse



Sources: SGPB, Bloomberg, 29/06/2018. 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 émergentes

### Plongeon des devises émergentes les plus fébriles

- Les devises émergentes sont confrontées à des facteurs négatifs.
- Les tensions commerciales pèsent sur les devises de pays exportateurs.
- La hausse des taux américains incite les investisseurs en dollars à se désengager des marchés émergents, à mesure que l'écart de rendement se rétrécit.
- La dépréciation du yuan devrait être limitée.

### Des risques baissiers perdurent

Les devises émergentes affichant les plus larges déficits sont les plus en danger.

- **Devises émergentes : quelques zones de faiblesse.** Les tensions commerciales ont fait chuter les devises émergentes de 9% depuis début avril (indice JP Morgan), un record depuis 2015. Ce plongeon n'est pas seulement lié à la crainte d'une guerre commerciale. La hausse des taux courts et longs aux USA a fait du marché américain une alternative attractive aux yeux des investisseurs particuliers et institutionnels.
- Les spreads des obligations émergentes libellées en dollar ou en euros se sont nettement élargis et les fonds communs de placement ayant investi dans des actifs émergents ont subi des flux sortants ces derniers mois.
- Toutefois, les pertes ont été inégales. Les pays les plus fébriles économiquement et/ou politiquement ont été les plus durement touchés : le peso argentin a reculé de 25% au deuxième trimestre contre 13% pour le réal brésilien et le rand sud-africain. Les devises émergentes asiatiques se sont avérées bien plus résistantes, cédant encore 2% et 6% sur la même période.
- Ces divergences s'expliquent notamment par des fondamentaux inégaux. Les pays affichant de larges déficits courants sont plus dépendants des capitaux étrangers et donc plus vulnérables à des retraits de fonds soudains.
- Les pressions baissières devraient perdurer, mais nous ne prévoyons pas de chute généralisée tant que les taux US ne s'envoleront pas et que la croissance mondiale restera forte.

### Le yuan n'a pas dit son dernier mot

Le yuan pourrait encore se déprécier, mais rien de significatif.

- **Yuan : touché, mais pas coulé down but not out.** Le renminbi n'a pas été épargné du mouvement de vente généralisé observé au second trimestre. La devise a perdu un peu plus de 5% contre le billet vert. En outre, elle pourrait encore un peu se déprécier, les investisseurs domestiques diversifiant de plus en plus leurs portefeuilles jusqu'ici centrés sur les actifs chinois. Toutefois, le potentiel de baisse semble désormais limité. Même si la dépréciation pourrait servir d'arme dans le cadre de la guerre commerciale contre les USA, elle ne devrait pas être la plus significative. La politique de change chinoise vise avant tout à rééquilibrer les moteurs de croissance et la fourchette de fluctuation est devenu le principal outil pour rendre la politique plus flexible. D'autres mesures comme une baisse du taux sur les réserves obligatoires semblent plus adaptées pour limiter l'impact des droits de douane. Le yuan pourrait encore (légèrement) se déprécier.



Sources: SGPB, Bloomberg, 29/06/2018. 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.

# Matières premières



## Pétrole : rééquilibrage grâce une hausse de la production US et des quotas de l'OPEP

- Lors du dernier sommet, l'OPEC et ses alliés se sont engagés à stimuler la production, ce qui devrait limiter le potentiel de hausse des cours.
- La vigueur du dollar et la hausse des taux américains ont tiré l'or vers le bas. Toutefois, le métal précieux reste un bon outil de diversification en termes de construction de portefeuille.

### Pétrole

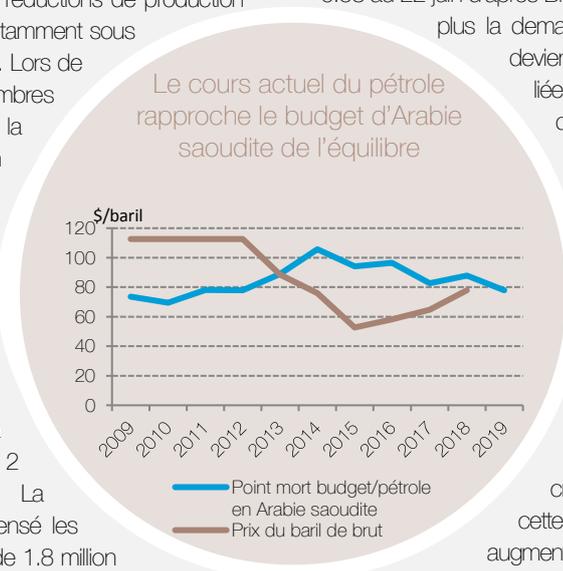
### Or

« L'OPEP augmente sa production pour satisfaire une forte demande »

- Les prix pétroliers ont touché la barre des 80\$ en mai (pour la première fois depuis novembre 2014) avant de corriger à la baisse à l'approche du sommet de l'OPEP. La demande est forte depuis le début de l'année grâce à un hiver frais. L'Agence internationale pour l'énergie (AIE) prévoit que la demande mondiale atteigne 1.4 million de barils/jour (bpj) cette année et l'an prochain.
- La coupe de 1,8 million de baril/jour annoncée par l'OPEP et ses alliés fin 2016 a contribué à resserrer le marché et soutenir le baril. D'après les dernières données de l'AIE, les stocks de pétrole brut de l'OCDE sont à un plus bas depuis trois ans, les réductions de production ayant dépassé les attentes de l'OPEP notamment sous l'effet d'une chute d'activité au Venezuela. Lors de leur réunion du 22 juin à Vienne, les membres de l'OPEP ont décidé de relever la production de 0,8 million de baril/jour afin de converger vers les quotas initiaux.
- L'offre mondiale de pétrole a s'est légèrement accrue en mai, la production des pays non membres de l'OPEP (notamment les USA) compensant le recul observé au sein de l'Organisation notamment au Venezuela et au Nigeria. D'après l'AIE, la production hors OPEP devrait croître de 2 millions de barils/jour cette année. La production de pétrole brut US a compensé les coupes votées par l'OPEP, progressant de 1.8 million de baril/jour sur les 18 derniers mois. D'après l'Agence d'information sur l'énergie, la production US a atteint 10.7 millions de barils/jour en mai et devrait se monter à 10.8 millions de barils/jour en moyenne cette année et 11.8 millions de barils/jour l'an prochain, faisant des USA le principal producteur au monde.
- Malgré une redistribution des parts de marché entre producteurs, l'offre devrait augmenter pour satisfaire une forte demande ces prochains trimestres. Nous visons maintenant environ 75\$ ces prochains mois avant un retour à 70\$ d'ici un an.

« Les hausses des taux pèseront sur l'or. »

- Malgré des facteurs de soutien (guerre commerciale avec la Chine, tensions mondiales, volatilité des marchés), le cours de l'or est sorti par le bas de sa fourchette de 1300-1360\$ à la mi-mai et la barre des 1300\$ sert désormais de résistance.
- L'or, actif sans rendement, a perdu de son éclat à cause d'un renforcement des anticipations de hausses des taux aux USA, d'une remontée des taux réels et d'une croissance solide. Une nouvelle source de pression a été le rebond du dollar depuis la mi-avril compte tenu de sa corrélation historiquement négative à l'or (-0.53 au 22 juin d'après Bloomberg). Plus le billet vert est robuste, plus la demande est forte, car l'or libellé en dollar devient moins abordable dans les régions non liées au dollar. Le billet vert reste déterminant pour l'or à court terme.



- Les ETF liés à l'or ont subi davantage des flux sortants en Europe qu'en Amérique du Nord cette année après une correction en mai. Malgré la sous-performance de l'or depuis le début de l'année, les stocks mondiaux d'ETF ont augmenté de 4,9Md\$, soit 4.7% à fin mai (source : World Gold Council).
- Le World Gold Council prévoit une croissance modeste de la production cette année. Au T1, la production mondiale a augmenté de 3% en glissement annuel, tandis que la demande a inscrit un plus bas décennal (-7% en glissement annuel), la baisse des investissements en lingots et en ETF n'étant que partiellement compensée par les achats des banques centrales (+42% en glissement annuel). Le secteur de la bijouterie est resté stable, tandis que la demande d'or pour la technologie s'est accrue.
- L'or reste un bon outil de diversification permettant de limiter les pertes et de réduire la volatilité d'un portefeuille. Les récentes pressions inflationnistes pourraient offrir un bon point d'entrée. Compte tenu de la résistance de l'or et de son statut de valeur sûre, l'or devrait traiter à 1250\$ dans six mois et 1225\$ dans un an.

Sources: SGPB, Datastream, 29/06/2018. 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.

# Hedge funds



## L'heure de la diversification

- L'instabilité des marchés actions nous incite à préférer les gérants « Deep Value Long/Short » et les fonds « Variable Bias ». Nous restons globalement neutres.
- La forte confiance des chefs d'entreprise en réaction aux baisses d'impôts US a renforcé les activités de fusions/acquisitions et les plans de restructuration. Surpondérer les fonds Event Driven.
- Les opportunités dans les secteurs du Credit Arbitrage et du Distressed Debt restent rares. Rester sous-pondéré.
- La stabilité des marchés est un problème pour les fonds CTA et l'éparpillement des positions réduit l'attrait des fonds Global Macro en termes de diversification. Sous-pondérer.

## Fonds Event-Driven : des facteurs de soutien Les fonds CTA souffrent de marchés stables

Les fonds Variable Bias peuvent ajuster leur exposition à un marché changeant

• **Long/Short Equity.** Le mois de juin a été marqué par un retournement des marchés actions sous l'effet de craintes persistantes pour le commerce international. Les secteurs défensifs les plus à la traîne (services publics, consommation de base) sont parvenus à récupérer une partie du terrain perdu. De telles refocalisations soudaines du marché peuvent être compliquées à gérer pour de nombreux fonds Long/Short Equity et nous continuons de préférer les fonds européens de « stock picking » axés sur la valeur fondamentale. En Europe, le contexte économique est moins favorable qu'aux USA mais les thématiques des portefeuilles sont plus diversifiées, ce qui a renforcé la dispersion entre les actions. Dans ce contexte, nous continuons de préférer les fonds plus flexibles sur le segment Variable Bias étant donné leur capacité à ajuster leur exposition à un marché changeant.

• **Event Driven.** Les craintes commerciales ont impacté les fonds Merger Arbitrage, car les investisseurs ont mesuré les risques liés aux accords avec la Chine et les spreads par opération se sont élargis pour dépasser 9%, soutenant le potentiel de rendement. En outre, le récent accord pour la reprise de Time Warner par AT&T a ravivé l'appétit pour de telles opérations « verticales » entre producteurs et distributeurs. Les volumes de fusions/acquisitions ont atteint un plus haut historique à 2500Md\$ au S1, en hausse de 65% par rapport à la même période l'an dernier. Sur le segment "Special Situations", de nombreuses nouvelles campagnes activiste ont été lancées aux USA et au Japon, avec une focalisation sur les PME dans les secteurs de la consommation cyclique et de la technologie.

Les fonds Distressed Debt devront attendre pour voir émerger de nouvelles opportunités

• **Credit/Distressed Debt.** Avec l'émergence de facteurs de risque, les spreads entre les rendements des obligations souveraines et d'entreprise ont commencé à s'éloigner de leurs plus bas historiques. Toutefois, les opportunités sont encore trop rares pour les fonds Credit Arbitrage. Concernant les fonds Distressed Debt, les taux de défaut restent extrêmement faibles à seulement 3% pour le segment à haut rendement d'après Moody's. Toutefois, l'agence de notation souligne que la part du haut rendement dans l'univers des obligations des sociétés non-financières a atteint un plus bas historique. Cela suggère que les investisseurs devront attendre la prochaine récession pour voir émerger de nouvelles opportunités sur ce segment.

• **Global Macro/CTA.** Le contexte actuel marqué des fondamentaux porteurs et des risques géopolitiques accrus se traduit par une stabilité des marchés, problématique pour les fonds suiveurs de tendance comme les CTA. C'est pourquoi de nombreux gérants ont réduit leur exposition, limitant ainsi les risques mais aussi le potentiel de rendement. Sur le segment Global Macro, la normalisation progressive des politiques monétaires est déjà largement intégrée dans les cours et n'a donc pas encore généré de fortes dislocations susceptibles d'être mises à profit par les gérants. Par conséquent, les gérants ont réduit leur exposition aux marchés et les rendements ont été moins volatils. Toutefois, ils ont centré leurs portefeuilles sur des stratégies similaires, ce qui implique que leurs rendements sont désormais plus corrélés.



Sources: SGPB, Datastream, Thomson Reuters, 29/06/2018. 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.*
27/11/2014	L'or bleu (Eau)	De nombreuses régions du globe subissent d'importantes ruptures d'approvisionnement en eau. L'eau reste sous-évaluée.	Stratégique
24/09/2015	Les TIPS, une bonne alternative	Les prix de marché des obligations indexées sur l'inflation US sont inférieurs à nos attentes	Stratégique
15/06/2016	De l'influence des changements démographiques sur les dépenses futures	La croissance et le vieillissement de la population créent des opportunités d'investissement dans divers secteurs	Stratégique
15/06/2016	Changements climatiques : la transition mondiale vers l'efficacité énergétique	La transition mondiale vers une économie éco-énergétique et à faible consommation de CO2 créera des opportunités d'investissement à long terme dans bien des secteurs	Stratégique
01/12/2016	Prêts senior : un bon outil de diversification du crédit	Les prêts senior sont un outil attrayant pour diversifier son exposition au risque de crédit, réduire son risque de taux et bénéficier de rendements attractifs	Tactique
31/03/2017	Comment surfer sur les taux variables	Avec leur risque de taux inférieur, les obligations à taux variables (FRN) permettent de profiter de la hausse des taux et constituent un bon outil de diversification des portefeuilles.	Tactique
31/03/2017	La sécurité avant tout !	Les besoins en sécurité s'accroîtront ces prochaines années, offrant aux entreprises de nombreuses opportunités.	Stratégique
06/07/2017	Génération digitale : changement de donne	Les sociétés parvenant à anticiper et/ou réagir rapidement aux nouvelles tendances de consommation seront les principales bénéficiaires du pouvoir d'achat grandissant de la génération Y.	Stratégique
06/10/2017	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
06/10/2017	Profiter du rebond des dépenses d'équipement	Le rebond des dépenses d'équipement soutiendra les bénéfices dans l'industrie et l'informatique. Les valorisations sont déjà élevées mais le potentiel de hausse n'est pas épuisé.	Tactique
08/12/2017	Des titres assurantiels à contre-courant	Les titres assurantiels représentent une source de rendement décorrélée pour les portefeuilles obligataires. Le récent repli généré par les ouragans US crée un bon point d'entrée sur ce segment.	Stratégique
08/12/2017	Hausses des taux : une bonne nouvelle pour les valeurs financières US	Les valeurs financières américaines seront soutenues par les hausses de taux de la Fed, mais également par un assouplissement de la réglementation, des bilans solides et une amélioration de la croissance des bénéfices. Leur valorisation relative est également attractive.	Tactique
08/12/2017	L'éducation : l'arme la plus puissante	L'objectif de l'ONU veut offrir un accès universel à l'éducation primaire et secondaire d'ici 2030 et il sera crucial de donner aux travailleurs les compétences nécessaires pour faire face aux conditions de travail du 21ème siècle. Ce contexte créera de bonnes opportunités d'investissement.	Stratégique
29/03/2018	Inflation : vers un rebond plus marqué	Malgré une croissance plus forte, l'inflation demeure contenue. Toutefois, les statistiques de prix pourraient surprendre à la hausse, notamment aux Etats-Unis. S'exposer aux points morts d'inflation permettrait de réduire le risque de pertes quand les rendements augmentent.	Tactique
29/03/2018	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
29/06/2018	Etats-Unis : privilégier les sociétés peu endettées	Les remontées des taux auront des effets moindres sur les entreprises peu endettées, encourageant ainsi leur surperformance.	Tactique

Sources : Société Générale Private Banking, Datastream. 29/06/2018

\* Stratégique : 1-3 ans. Tactique : 3-12 mois

Changement par rapport au trimestriel précédent

## Stratégies fermées

Lancement	Conviction	Raison de la clôture	Type
15/06/2016	L'heure est venue pour les sociétés émergentes de conquérir le monde	Le contexte actuel de hausse des taux US, la vigueur du dollar et les tensions commerciales entretiendront la récente faiblesse des actions émergentes	Stratégique
29/09/2016	Obligations hybrides : une alternative en période de faibles rendements	Il est temps de prendre des profits sur cette stratégie tactique, car l'élargissement des spreads risque de d'avoir des effets négatifs.	Tactique
06/10/2017	Comment miser sur la reprise économique ?	Le contexte n'est plus favorable à ce type de stratégie.	Tactique
29/03/2018	Yen : le vent tourne	Avec une inflation négligeable, la Banque du Japon ne devrait pas abandonner sa politique monétaire accommodante.	Tactique

Sources : Société Générale Private Banking, Datastream (29/06/2018).

## Prévisions économiques mondiales

## Croissance et inflation



Variations en glissement annuel (%)	Croissance du PIB réel *					Indices de prix à la consommation*				
	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2016	2017f	2018f	2019f	2020f
Monde (pondér. liées au change)	2.7	3.3	3.4	3.0	2.6	2.0	2.6	2.8	2.6	2.6
Monde (pondér liées à la PPA**)	3.4	3.8	3.9	3.7	3.4	2.8	3.2	3.6	3.3	3.1
Pays développés (PPA)	1.7	2.4	2.3	1.7	1.0	0.8	1.7	2.0	1.7	1.9
Pays émergents (PPA)	4.6	4.8	5.0	5.0	5.0	4.2	4.3	4.7	4.3	3.9

Pays développés										
Etats-Unis	1.5	2.3	2.6	1.4	0.5	1.3	2.1	2.5	2.0	2.3
Zone euro	1.8	2.5	2.4	1.9	0.7	0.2	1.5	1.6	1.3	1.3
Allemagne	1.9	2.5	2.2	1.9	0.8	0.4	1.7	1.8	1.5	1.4
France	1.1	2.0	2.2	2.1	0.8	0.3	1.2	2.1	1.0	1.2
Italie	1.0	1.6	1.6	1.2	0.3	0.0	1.4	1.3	0.9	1.0
Espagne	3.3	3.1	2.6	1.8	0.8	-0.3	2.0	1.3	0.9	1.2
Royaume-Uni	1.9	1.8	1.1	0.8	0.9	0.7	2.7	2.4	1.6	1.5
Japon	1.0	1.7	1.2	1.4	0.8	-0.1	0.5	0.8	1.5	2.7
Suisse	1.4	1.1	2.3	2.0	1.0	-0.4	0.5	1.0	1.2	0.9
Australie	2.6	2.3	3.2	3.0	2.2	1.3	1.9	2.2	2.3	2.1

Pays émergents										
Chine	6.7	6.9	6.6	6.1	5.7	2.0	1.5	2.2	2.2	1.7
Corée du Sud	2.9	3.1	2.8	2.5	2.3	1.0	1.9	1.7	1.7	1.7
Taiwan	1.4	2.9	2.8	2.2	0.4	1.4	0.6	1.5	0.9	0.9
Inde***	7.1	6.7	7.3	7.4	7.7	4.9	4.5	3.6	5.0	4.4
Indonésie	5.0	5.1	5.2	5.5	5.7	3.5	3.8	3.7	3.9	4.0
Brésil	-3.5	1.0	1.9	2.3	1.7	8.7	3.4	3.2	4.3	4.1
Mexique	2.6	2.3	2.3	1.8	1.3	2.8	6.0	4.2	3.6	3.6
Chili	1.3	1.5	3.7	2.9	1.9	3.8	2.2	2.4	2.8	3.1
Russie	-0.2	1.5	1.6	1.7	1.3	6.6	3.5	3.1	3.9	3.9
Pologne	3.0	4.6	4.2	3.4	3.0	-0.6	2.0	1.8	2.8	2.5
République tchèque	2.5	4.6	3.8	2.7	1.6	0.5	2.4	2.3	2.9	2.8

\* (p : prévision) \*\* PPP : parité du pouvoir d'achat \*\*\* En Inde, les chiffres sont des moyennes calculées sur l'année fiscale, qui se termine au mois de mars.

Sources : SG Cross Asset Research / Recherche économique, FMI, 30 mai 2018

Les projections ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures

## Performances des marchés

Actions des pays développés		Performances – rendement total (en devise locale)							
Indice	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis janvier	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P500	2718	1.2%	3.4%	2.7%	14.6%	36.7%	40.6%	50.6%	87.7%
DJ Euro Stoxx 50	3396	-0.5%	3.6%	-0.3%	1.3%	28.5%	9.0%	21.2%	55.9%
FTSE100	7637	0.5%	9.6%	1.7%	8.2%	30.0%	30.0%	32.0%	48.6%
Topix	1731	-1.6%	1.8%	-3.7%	8.9%	44.8%	13.5%	50.0%	69.1%
MSCI AC World (\$)	505	-0.1%	0.8%	-0.1%	11.1%	34.5%	28.8%	30.5%	61.0%

Obligations des marchés développés		Performances – rendement total (en devise locale)							
Indice	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis janvier	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Citigroup US Sovereign 3-7y		-0.4%	0.0%	-1.0%	-1.1%	-2.7%	2.2%	4.6%	6.6%
Citigroup Germany Sovereign 3-7y		-0.3%	0.8%	0.8%	0.9%	-0.7%	2.5%	4.1%	7.5%
Citigroup UK Sovereign 3-7y		-0.2%	0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	5.9%	10.8%	11.0%
Citigroup Japan Sovereign 3-7y		0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	-1.1%	0.9%	1.5%	2.7%
	Rendement à maturité								
BAML Corp Euro IG	1.06%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	1.2%	2.4%	7.7%	9.6%	17.6%
BAML Corp Euro HY	3.84%	-0.2%	-1.2%	-1.7%	0.8%	10.6%	13.3%	15.4%	31.1%
BAML Corp US IG	4.06%	-0.9%	-0.9%	-3.1%	-0.7%	1.6%	9.1%	10.2%	19.0%
BAML Corp US HY	6.57%	0.5%	1.0%	0.1%	2.5%	15.6%	17.6%	16.9%	30.8%
BAML Corp UK IG	2.83%	-0.2%	-0.4%	-1.8%	0.5%	7.7%	17.4%	24.6%	34.7%

Actions des marchés émergents		Performances – rendement total (en USD)							
Indice	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis janvier	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
MSCI EM	1070	-4.5%	-7.7%	-6.4%	8.3%	36.9%	20.7%	13.9%	30.0%
MSCI EM Asia	552	-5.1%	-5.6%	-4.8%	10.0%	43.9%	26.5%	30.2%	51.2%
MSCI EMEA	259	-2.8%	-10.0%	-10.8%	5.8%	22.0%	5.9%	-10.5%	1.2%
MSCI Latam	2477	-3.0%	-17.7%	-11.0%	0.7%	17.5%	8.1%	-17.7%	-10.0%

Obligations des marchés émergents		Performances – rendement total (en USD)							
Indice	Niveau actuel	1 mois	3 mois	Depuis janvier	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
BAML EM Sovereign	5.63%	-1.8%	-4.7%	-6.1%	-2.0%	3.7%	13.5%	10.8%	24.6%
Asia	4.77%	-1.5%	-2.7%	-5.0%	-1.4%	3.0%	13.5%	19.5%	30.0%
EMEA	5.80%	-1.9%	-4.8%	-5.5%	-1.2%	4.7%	13.1%	11.2%	24.4%
Latam	5.82%	-1.9%	-5.5%	-7.2%	-3.1%	2.9%	14.1%	6.7%	22.5%
BAML EM Corp	5.20%	-0.6%	-2.0%	-2.8%	0.1%	2.8%	9.5%	12.7%	22.7%
Asia	4.76%	-0.8%	-1.2%	-2.3%	-0.3%	5.0%	14.3%	11.3%	21.9%
EMEA	5.09%	0.0%	-2.1%	-2.3%	0.2%	11.8%	13.7%	9.0%	22.1%
Latam	5.98%	-0.7%	-3.1%	-3.9%	0.5%	3.6%	8.7%	7.4%	17.5%

Sources : Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (29/06/2018)

BAML: Bank of America Merrill Lynch      EM: Marché émergent  
 Corp : Oblig.d'entreprise                      EMEA: Europe, Moyen orient, Afrique  
 IG : Investment Grade                              LatAm: Amérique latine  
 HY : Haut rendement

## Performances des marchés et prévisions

Parités	Actuel	Prévisions		Performances					
		6 mois	12 mois	Depuis janvier (pb)	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
EUR/USD	1.17	1.20	1.25	-2.7%	2.1%	5.0%	4.0%	-14.4%	-10.2%
USD/JPY	111	110	105	-1.8%	-1.3%	7.6%	-9.7%	9.2%	11.6%
EUR/CHF	1.16	1.18	1.22	-1.1%	5.9%	6.2%	11.4%	-4.8%	-5.8%
GBP/USD	1.32	1.35	1.35	-2.2%	1.6%	-1.6%	-16.1%	-22.5%	-13.2%
EUR/GBP	0.88	0.89	0.93	-0.5%	0.6%	6.8%	23.9%	10.4%	3.4%

Rendement à 10 ans	Actuel	Prévisions		Performances (en devise locale)					
		6 mois	12 mois	Depuis janvier (pb)	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
USA	2.9%	3.25%	3.4%	45	59	138	53	33	38
ALL	0.3%	0.6%	0.8%	-12	-15	44	-49	-96	-142
R-U	1.3%	1.5%	1.7%	11	15	26	-75	-131	-111

Matières premières	Actuel	Prévisions		Performances (en USD)					
		6 mois	12 mois	Depuis janvier (pb)	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Or en \$	1251	1250	1225	-4.0%	0.6%	-5.5%	6.1%	-5.2%	2.9%
Pétrole (Brent) en \$	79.4	75	70	19.3%	66.4%	58.9%	31.9%	-30.0%	-22.6%

Actions	Actuel	Prévisions		Performances – en rendement total (en devise locale)					
		6 mois	12 mois	Depuis janvier (pb)	12m	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
S&P 500	2718	2850	2920	2.7%	14.6%	36.7%	40.6%	50.6%	87.7%
Euro Stoxx 50	3396	3470	3520	-0.3%	1.3%	28.5%	9.0%	21.2%	55.9%
FTSE 100	7637	7800	7760	1.7%	8.2%	30.0%	30.0%	32.0%	48.6%
Topix	1731	1770	1820	-3.7%	8.9%	44.8%	13.5%	50.0%	69.1%

Source: Societe Generale Private Banking, Bloomberg, Datastream (29/06/2018), bp = points de base

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

Corp : Oblig.d'entreprise

EMEA: Europe, Moyen Orient, Afrique

IG : Investment Grade

LatAm: Amérique latine

HY : Haut rendement

## Avertissements importants

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

### Objet du document

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

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

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

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

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

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

### Conflit d'intérêts

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

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

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

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

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

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

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

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

### Avertissement d'ordre général

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

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

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et compétents pour ces classes d'actifs. En conséquence, avant de prendre une décision d'investissement, selon le cas et la législation applicable, l'investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont il est client, afin de déterminer s'il est compétent pour procéder à l'investissement envisagé, et si cet investissement est compatible avec son profil et ses objectifs d'investissement. Le client est également tenu, avant tout investissement, de prendre contact avec ses conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document, ainsi que son traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle.

Tout investissement requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques. L'investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d'investissement et/ou donner une instruction d'investissement uniquement sur la base de ce document. Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. L'investisseur potentiel devrait également s'appuyer sur des conseils fiscaux indépendants (si nécessaire).

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

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

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Les entités Société Générale Private Banking n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser.

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

#### Avvertissements 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 61, rue Tailbout, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE), et enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1.009.380.011,25 EUR au 31 mars 2016, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

**Les Bahamas :** Le présent document a été distribué aux Bahamas par Société Générale Private Banking (Bahamas) Ltd, dûment autorisée et régie par la « Securities Commission of the Bahamas », à ses clients privés, et n'a pas vocation à être distribué à des personnes ou entités désignées comme des citoyens bahamiens ou des résidents des Bahamas en vertu de la réglementation des changes en vigueur (« Exchange Control Regulations, 1956 ») aux Bahamas. Ce document n'est pas et n'a pas vocation, en aucune circonstance, à être interprété comme un acte de distribution de tout produit financier aux Bahamas. Ni la « Securities Commission of the Bahamas » ni aucune autorité similaire aux Bahamas, n'a revu ce document ni l'intérêt des produits financiers décrits, et aucune garantie n'est fournie à ce sujet.

**Belgique :** Le présent document a été distribué en Belgique par Société Générale Private Banking SA, établissement de crédit belge de droit belge, contrôlé et supervisé par la Banque nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA) et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE). Société Générale Private Banking SA est enregistrée auprès de la FSMA en tant que courtier d'assurances sous le numéro 61033A. Société Générale Private Banking SA a son siège social situé Kortrijksesteenweg 302, 9000 Gand, et est enregistrée au RFM de Gand sous le numéro TVA BE 0415.835.337. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.be](http://www.privatebanking.societegenerale.be).

**Dubaï :** Le présent document a été distribué par Société Générale, DIFC Branch. Les produits ou services financiers ne sont disponibles que pour les clients ayant signé une convention client avec SG DIFC et répondant à la qualification de clients professionnels, avec des actifs liquides de plus d'un million de dollars, et qui ont une expérience et une compréhension suffisantes pour agir sur les marchés financiers concernés conformément aux règles de la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Société Générale, DIFC Branch, est dûment autorisée et régulée par la DFSA aux fins de fournir des services de conseil et d'arrangement. Société Générale, DIFC Branch, n'offre pas certains des produits et/ou services (tels que la gestion sous mandat, la gestion conseil ou le service Prime Market Access), mais les clients de la succursale peuvent le cas échéant accéder à ces produits et/ou services auprès de leur entité Société Générale Private Banking teneur de compte. La DFSA n'a ni revu ni approuvé le présent document. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ae](http://www.privatebanking.societegenerale.ae)

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

Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

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

**Suisse :** Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CP 5022, CH-1211 Genève 11. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch).

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

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

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

**Royaume Uni :** Le présent document a été distribué au Royaume Uni par SG Hambros Bank Limited, dont le siège social est situé 8 St. James's Square, Londres SW1Y 4JU («SGPB Hambros»). SGPB Hambros est autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document au Royaume-Uni peut être restreinte par la loi. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

**Jersey :** Le présent document a été distribué à Jersey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited («SGH CI Limited»), dont le siège social est situé PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la Jersey Financial Services Commission («JFSC»). SGH CI Limited est autorisé par la JFSC pour la réalisation d'activités d'investissement.

**Guernesey :** Le présent document a été distribué sur ou depuis le Baillage de Guernesey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernesey Branch, dont la principale adresse à Guernesey est PO Box 6, Hambros House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernesey, GY1 3AE. SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernesey Branch est autorisée par la loi Banking Supervision (Balliwick of Guernesey) Law, 1994, et par la loi Protection of Investors (Balliwick of Guernesey) Law, 1987.

**Gibraltar :** Le présent document a été distribué à Gibraltar par SG Hambros Bank (Gibraltar) Limited, dont le siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar («SG Hambros Gibraltar»). SG Hambros Gibraltar est autorisée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document peut être restreinte par la loi à Gibraltar. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

Société Générale Private Banking Hambros fait partie de la ligne métier dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale, à savoir «Société Générale Private Banking ». Société Générale banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 61, rue Tailbout, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE). Elle est aussi autorisée par la Prudential Regulation Authority et supervisée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. De plus amples informations sur [www.privatebanking.societegenerale.com/hambros](http://www.privatebanking.societegenerale.com/hambros)

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

© Copyright Groupe Société Générale 2017. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale.

Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.









Societe Generale  
SA Capital EUR 1 009 641 917.50 au 31 décembre 2016  
Paris RCS N°552 120 222

Societe Generale Private Banking  
Tour Société Générale  
17, Cours Valmy  
75886 – Paris Cedex 18  
France  
<http://www.privatebanking.societegenerale.com>

 **SOCIETE GENERALE**  
Private Banking



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.