



Le monde qui vient

Perspectives pour le 3^e trimestre

Stratégie
d'investissement

Perspectives pour le troisième trimestre 2013



Didier Duret

Didier Duret

Directeur de la politique
d'investissements,
ABN AMRO Private Banking

juin 2013

Le monde qui vient

Nous sommes confrontés à un paradoxe. Alors que les banques centrales ont atténué les incertitudes des marchés par leurs politiques d'assouplissement quantitatif, les modalités de retrait de ces programmes suscitent à présent des interrogations. Mais cette réorientation à venir des politiques monétaires est aussi potentiellement synonyme d'un retour à la normale, sur le plan économique.

A mesure que l'économie mondiale prend de l'élan, le défi consistera durant le prochain trimestre à réduire la dépendance des portefeuilles à la relance monétaire tout en renforçant leur exposition aux sources authentiques de croissance. Chez ABN AMRO, nous pensons que les investisseurs devraient privilégier les actifs sensibles à la reprise mondiale, en ciblant les actions américaines exposées au marché intérieur, les valeurs européennes tournées vers l'international et les entreprises et secteurs lançant les nouvelles tendances dans la distribution. L'allocation du portefeuille devrait être axée sur la rentabilité des entreprises plutôt que sur l'assouplissement monétaire, dans la mesure où les obligations d'Etat et les obligations investment grade sont onéreuses et pâtiront du retrait progressif des mesures de soutien des banques centrales.

Ces différentes questions et bien d'autres points – y compris nos recommandations relatives à l'immobilier, aux hedge funds et aux devises – sont analysés par l'équipe Recherche et Stratégie d'ABN AMRO Private Banking dans les pages suivantes, afin de vous permettre de tirer parti de cette nouvelle donne et d'assurer le succès de vos investissements. Votre banquier privé ou votre centre de conseil en investissement le plus proche (voir au dos de la présente publication) peut aussi vous recommander la stratégie d'allocation d'actifs dont le profil risque/rendement sera le plus adapté à vos objectifs d'investissement.

Sommaire

Introduction – Le monde qui vient	2
Economie – Le retour de la confiance	3
Economie – La transition chinoise	4
Economie – Une stratégie de sortie qui n’a rien d’une promenade de santé	5
Perspectives des marchés d’actions	6
Marchés d’actions – Perspectives sectorielles	7
Marchés d’actions – Point sur les thèmes d’investissement	8
Marchés d’actions – Les nouveaux distributeurs	9
Perspectives du marché obligataire	10
Allocation du portefeuille obligataire	11
Perspectives du marché des changes	12
Prévisions	13
Hedge funds	14
Matières premières	15
Immobilier	16
Capital investissement	17
Performance et risques	18
Allocation d’actifs	19
Contributions	20

La présente publication ABN AMRO s’adresse à un public international. Les profils de risque et la disponibilité de certains produits de placement peuvent varier d’un pays à l’autre. Votre conseiller local pourra vous fournir davantage d’informations.

Le monde qui vient

Recherche et Stratégie

Didier Duret – Directeur des investissements

A mesure que l'économie mondiale prend de l'élan, les investisseurs doivent privilégier les entreprises fondant leur succès sur des sources durables de croissance et non sur la générosité des banques centrales

Après cinq années de mesures exceptionnelles de relance par les banques centrales du monde entier, un nouveau monde se dessine. L'économie mondiale, tirée par les Etats-Unis, commence à ré-accélérer. Son amélioration ne devrait pas – c'est une bonne nouvelle – s'accompagner d'une inflation élevée. Les marchés financiers font face à une nouvelle incertitude : celle entourant le retrait graduel des politiques monétaires ultra-accommodantes, qui laisse les investisseurs fébriles.

Dans ce contexte, nous avons récemment ajusté notre allocation d'actifs en allégeant légèrement notre surpondération actions, en réduisant notre exposition aux obligations et en adoptant une pondération neutre sur l'immobilier. L'évolution de la dynamique du marché est l'occasion de concentrer l'allocation sur les valeurs de croissance qui profiteront de la rotation d'actifs au détriment des défensives. Par ailleurs, il est temps de prendre ses bénéfices sur les actifs fortement tributaires des injections de liquidités, tels que les obligations d'Etat des pays « core » et les obligations *investment grade* onéreuses.

Principales tendances : l'économie mondiale accélère, le soutien à la croissance prend le pas sur l'austérité

- **L'économie mondiale repart.** L'économie mondiale va ré-accélérer au second semestre 2013. Aux Etats-Unis, la reprise va s'autoalimenter ; dans la zone euro, la confiance s'améliorera progressivement ; en Chine, l'heure est toujours au rééquilibrage du modèle de croissance.
- **Le soutien à la croissance prend le pas sur l'austérité.** La zone euro est moins concentrée sur la rigueur budgétaire, le déficit budgétaire américain diminue rapidement et le Japon fait l'expérience d'une relance monétaire géante.
- **Les bénéfices des entreprises vont augmenter :** le recul des prix à la production – coûts de l'énergie et du travail inclus – soutiendra les bénéfices à mesure que la demande repartira.

Principaux défis : les risques collatéraux du retour des marchés à la normale

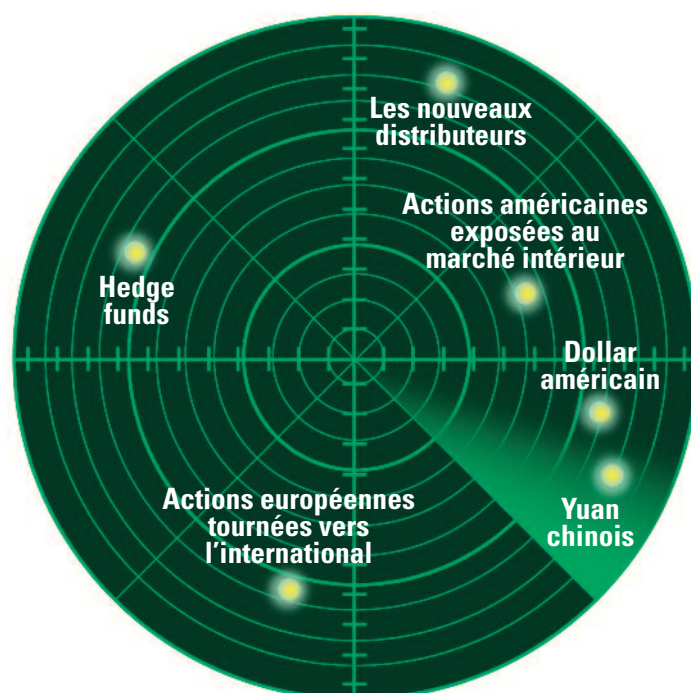
- **Les incertitudes quant à l'évolution de la politique monétaire américaine** sont déstabilisantes à court terme pour les actifs risqués. Les banques centrales veulent éviter que leur création monétaire massive alimente des bulles financières.
- **Mal géré, le processus de normalisation de la Fed pourrait ralentir la reprise,** à travers, notamment, l'impact négatif sur l'immobilier résidentiel américain d'une hausse des taux hypothécaires.
- **Les valorisations sont élevées.** La ruée sur les rendements dans le secteur obligataire a renchéri les titres. Si la faiblesse

des rendements des obligations *investment grade* freine les performances, se tourner vers des instruments complexes n'est pas la solution.

Principales opportunités : en quête de bénéfices

- **L'intensification de la volatilité fournit des opportunités d'achat.** Les replis des marchés peuvent offrir des points d'entrée propices à une diversification au profit de petites capitalisations américaines exposées au marché intérieur, et de grandes valeurs de croissance européennes tournées vers l'international, notamment en Asie (Chine et Malaisie essentiellement).
- **Les nouvelles stratégies dans la distribution.** Les nouvelles habitudes de consommation, et les nouvelles technologies (smartphones et tablettes) modifient profondément le paysage de la distribution. Les conséquences sont diverses et mondiales (voir notre nouvelle thématique actions : Les nouveaux distributeurs).
- **Les devises de croissance.** Nous tablons sur une appréciation du dollar américain et du yuan chinois du fait du retour du leadership économique des Etats-Unis et de l'internationalisation croissante du yuan.

Des opportunités en ligne de mire



Economie – Le retour de la confiance

**Recherche et Stratégie
et Etudes économiques du Groupe**
Han de Jong – Chef Economiste

Nous sommes de plus en plus convaincus que l'économie mondiale connaîtra une accélération au second semestre 2013 et dépassera les prévisions en 2014. Pour la première fois depuis des années, nous avons revu à la hausse nos perspectives de croissance du PIB aux Etats-Unis et dans la zone euro.

L'économie mondiale a connu un nouveau passage à vide et les raisons ne manquent pas, qu'il s'agisse des augmentations d'impôts entrées en vigueur en début d'année aux Etats-Unis et suivies de coupes budgétaires, de la réduction des stocks des entreprises à l'échelle mondiale, de l'austérité en Europe ou encore du ralentissement – d'une certaine manière volontaire – de l'économie chinoise.

Une dynamique vertueuse s'enclenche aux Etats-Unis

Tout porte à croire que ce fléchissement de l'activité sera de courte durée et suivi d'une accélération à mesure que les facteurs de soutien apparaîtront. L'assainissement des bilans du secteur privé aux Etats-Unis favorisent le redressement des dépenses des ménages et des entreprises. Les banques sont aujourd'hui plus disposées à prêter qu'elles ne l'ont jamais été ces dernières années. Le déficit budgétaire américain lui-même se résorbe plus vite que prévu (voir graphique). Si la politique budgétaire pèse fortement cette année, l'austérité est appelée à diminuer. En outre, l'inflation s'atténue, augmentant ainsi le pouvoir d'achat réel. La politique monétaire devrait rester accommodante. Ces facteurs devraient, selon nous, se renforcer à la fois individuellement et mutuellement.

Un peu de répit en Europe

En Europe, les perspectives sont certes moins favorables, mais elles s'améliorent. L'économie de la zone euro profitera de l'accélération de la croissance américaine. La nette diminution des tensions au sein du système joue également un rôle essentiel, au même titre que le ralentissement de l'inflation ; en outre, le pic de l'austérité semble avoir été passé et certains pays se sont vu consentir un délai supplémentaire pour atteindre leurs objectifs de réduction du déficit. Les commentaires pessimistes concernant l'économie de la zone euro ne manquent pas. Toutefois, certains indicateurs cycliques ont récemment amorcé un redressement, confirmant notre thèse selon laquelle l'économie va se stabiliser puis repartir d'ici peu. Le climat des affaires demeure morose mais s'améliore et la confiance des ménages s'est renforcée durant les six derniers mois. Par ailleurs, la compétitivité des économies périphériques a

nettement progressé. Il reste certes des défis importants à relever, et la crise de l'euro pourrait facilement ressurgir, mais nous pensons que les responsables politiques disposent des outils et de la détermination pour agir le cas échéant.

Le Japon renaît

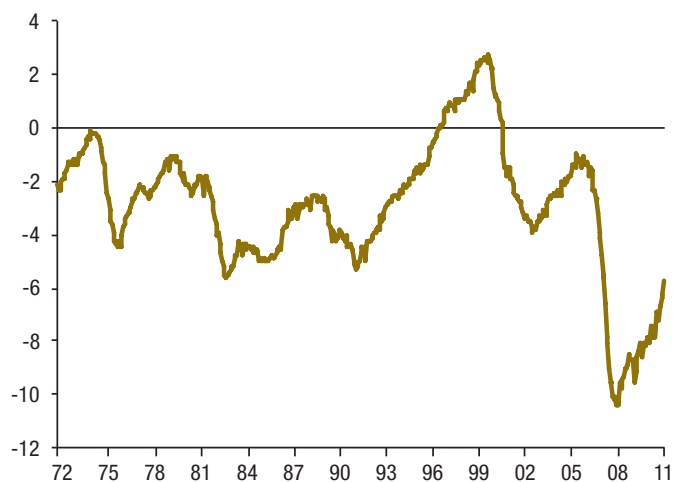
L'expérience spectaculaire dans laquelle se sont lancés les dirigeants japonais semble pour l'instant efficace, même si nul ne peut en prévoir avec certitude les résultats finals. Nous pensons que la croissance nipponne sera relativement solide durant les 18 prochains mois au moins.

Pas d'atterrissage brutal

L'évolution des économies émergentes déçoit un peu. De manière générale, on leur prête des perspectives de croissance correctes, mais inférieures au rythme observé il y a peu de temps encore. L'appréciation des devises, l'augmentation plus soutenue des salaires, l'inflation, ainsi que les mesures ciblées pour freiner la surchauffe immobilière et la baisses des cours des matières premières, sont autant de facteurs pesant sur les prévisions de croissance.

Il est intéressant de noter que la reprise s'intensifie dans un environnement présentant bien moins de déséquilibres qu'avant la crise, laissant présager une trajectoire de croissance plus durable.

Etats-Unis : déficit budgétaire en % du PIB (1972-2011)



Source : Bloomberg

La transition chinoise

La demande de matières premières change de nature

La Chine joue un rôle majeur sur le marché mondial des matières premières, qu'elle domine non seulement par sa taille et son rythme de croissance, mais aussi du fait de son utilisation intensive de certaines matières premières. La mutation actuelle de son économie vers un modèle de croissance fondé davantage sur la consommation intérieure devrait avoir un impact considérable sur les marchés de matières premières, la demande chinoise changeant de nature.

Moins de métaux, davantage de produits alimentaires et d'énergie

Les décisions politiques stratégiques de la Chine influent sensiblement sur les marchés de matières premières. Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2009, les dirigeants chinois ont lancé un vaste programme de relance, qui a entraîné un boom sans précédent de la construction avec des conséquences sur la demande de métaux.

Le marché immobilier constitue l'un des facteurs majeurs de la demande de métaux/matières premières industrielles. La politique actuelle du gouvernement vise à freiner les excès de ce marché sans déstabiliser l'économie. Atteindre cet objectif passera par un rééquilibrage du modèle économique au profit de la consommation et au détriment de l'investissement, ce qui se traduira par un rythme de croissance plus modéré.

Nous observons déjà une réorientation de la demande vers les produits alimentaires et l'énergie, aux dépens des métaux. La demande de matières premières agricoles est sans doute appelée à changer constamment sous l'effet de l'évolution de la consommation et de l'augmentation des revenus. Le régime alimentaire traditionnel à base de céréales laisse peu à peu la place à un régime plus riche en protéines, produits laitiers et aliments transformés.

S'agissant de la demande d'énergie, la consommation par habitant, en Chine, ne correspond qu'au tiers de celle observée dans les pays de l'OCDE. Cependant, à mesure que la classe moyenne s'équipe en véhicules et appareils ménagers, la consommation d'énergie augmente fortement.

Une politique visant l'autosuffisance en matières premières

La Chine s'est fixé l'objectif d'être autosuffisante en matières premières clés grâce à l'intervention de l'Etat dans la production. Les entreprises publiques de production de matières premières industrielles ont pu fonctionner à perte uniquement pour réaliser cet objectif.

Une autosuffisance totale reste toutefois hors d'atteinte. Si la Chine produit par exemple assez d'aluminium raffiné pour couvrir ses besoins, elle dépend de l'extérieur pour des matières premières comme le cuivre, le nickel et le zinc. Le pays est également le premier producteur mondial d'acier, mais il ne possède pas suffisamment de matières premières de bonne qualité – minerais de fer, charbon à coke – nécessaires à sa production d'acier, et doit donc les importer en grande quantité. Pour remédier à ces carences, la Chine réalise des investissements massifs dans les pays riches en matières premières.

Concernant les matières premières agricoles, les autorités chinoises soulignent que la Chine peut subvenir à ses besoins en produits de base essentiels, tels que le riz et le maïs, au moins jusqu'en 2020.

Le pays a réussi à améliorer la productivité de son agriculture malgré la perte de terres arables résultant de l'urbanisation croissante. Depuis la fin des années 1970, la Chine est toujours parvenue à satisfaire au moins 95 % de sa demande en céréales à l'aide de sa production nationale, l'une des rares exceptions étant le soja.

Le rythme de transition de la Chine sera déterminant pour l'évolution des marchés de matières premières.

Chine : la croissance des investissements s'essouffle au fil des années



Source : CEIC

Une stratégie de sortie qui n'a rien d'une promenade de santé

La Fed devra gérer les attentes des marchés

La stratégie de sortie de la Fed suscite des inquiétudes croissantes

Les marchés financiers s'inquiètent de nouveau d'une réduction par la Réserve fédérale de sa relance monétaire. Le président de la Fed, Ben Bernanke, a déclaré en mai qu'une reprise durable du marché du travail pourrait conduire à un ralentissement du rythme d'achat d'actifs. Ces propos signifient qu'une réduction des achats d'actifs pourrait être annoncée avant la fin de l'année – même si de nombreux observateurs ne l'attendent pas avant la fin 2014.

La Banque du Japon (BoJ) a contribué elle aussi aux incertitudes lorsqu'elle a semblé hésiter, en mai, à affirmer que l'objectif de ses achats d'actifs était de faire baisser les rendements des obligations d'Etat. La mise en œuvre de ce plan a suscité des inquiétudes et a entraîné une hausse des rendements des obligations d'Etat mondiales. Le spectre de la débâcle obligataire de 1994, provoquée par le resserrement monétaire brutal de la Fed, est particulièrement présent à l'esprit des investisseurs.

L'inflation modérée laisse du temps à la Fed

Gérer l'arrêt du programme monétaire le plus important de l'histoire de la Fed n'aura rien d'une promenade de santé pour Ben Bernanke et ses collègues, mais ces derniers disposent d'atouts non négligeables. En premier lieu, ils ont eu le temps pour normaliser leur politique monétaire et établir un plan clair en la matière. Ensuite, les pressions inflationnistes sous-jacentes étant modérées (voir le graphique), il n'y a pas d'urgence pour la Fed sur ce front.

Nous pensons que la Fed annoncera une réduction de ses programmes d'achat d'actifs en décembre, en n'excluant pas une annonce plus précoce. Les achats pourraient s'arrêter d'ici la mi-2014, mais nous n'anticipons pas de hausse des taux d'intérêt avant le début 2015. Durant cette période, la banque centrale gèrera le niveau de liquidités circulant dans le système financier à l'aide de divers outils, mais son principal défi consistera à contenir les anticipations du marché. Elle devra faire preuve de transparence quant à ses mesures à venir. Les perspectives favorables en termes d'inflation et une communication rigoureuse devraient permettre à l'économie et aux marchés de se sevrer progressivement et sereinement de la relance monétaire.

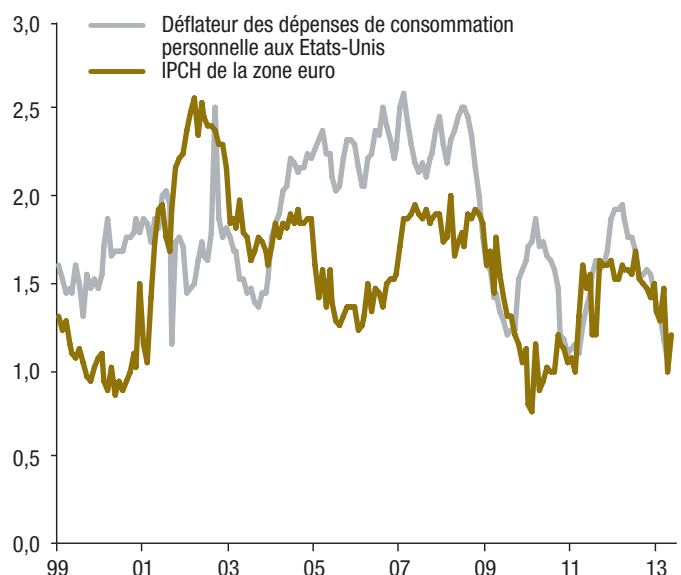
La BoJ fait la pédagogie de sa révolution

Le gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, progresse lui aussi vers une communication plus efficace de la révolution monétaire à l'œuvre au sein de la BoJ.

Il a clairement affirmé que la hausse des rendements obligataires reflétait l'amélioration des perspectives sur le front de l'économie et des prix, laquelle constitue l'objectif de la banque centrale. Par ailleurs, des ajustements ont été apportés visant à réduire la volatilité du marché. Selon nous, la BoJ poursuivra son assouplissement massif aussi longtemps que le nécessitera la lutte contre la déflation.

En Europe, la BCE semble maintenir sa politique accommodante, compte tenu de la probabilité d'une reprise atone et d'une inflation modérée. De nouvelles baisses de ses taux d'intérêt ne semblent guère à l'ordre du jour. Parmi les outils dont elle pourrait user à l'avenir figurent de nouvelles mesures facilitant l'accès des banques aux liquidités, dans l'objectif de soutenir le crédit, et une communication plus affirmée, visant à assurer aux marchés que ses taux resteront bas de manière prolongée.

Des pressions inflationnistes modérées (en %, 1999-2013)



Source : Thomson Reuters Datastream

Perspectives des marchés d'actions

Des raisons d'être optimiste

Recherche et Stratégie

Sybre Brouwer – Responsable de la recherche actions
et Responsable de la recherche Pays-Bas

Les phases de correction telles que celle observée à la fin du printemps ne casseront pas la tendance haussière du marché d'actions, mais devraient conduire les investisseurs à s'intéresser aux fondamentaux des entreprises. Les pessimistes pensent que la modification de la politique monétaire engendrera une correction majeure. Nous ne partageons pas cet avis. Nous continuons de surpondérer la classe d'actifs, même si nous avons pris des bénéfices début juin.

Tout d'abord, la réduction des achats d'actifs sera décidée sur la base des signes tangibles d'amélioration de l'économie américaine, ce qui est de bon augure en termes de perspectives bénéficiaires (voir le graphique) à moyen terme. Ensuite, à mesure que la reprise se confirme, les marges seront soutenues par la faiblesse des coûts de production et l'accélération de la croissance des chiffres d'affaires. Avec une faible inflation, une hausse modérée des taux d'intérêt ne pénalise pas forcément les bénéfices. Enfin, malgré une certaine volatilité à court terme, les valorisations des actions sont raisonnables et séduisantes par rapport à celles d'autres classes d'actifs.

Sélection régionale

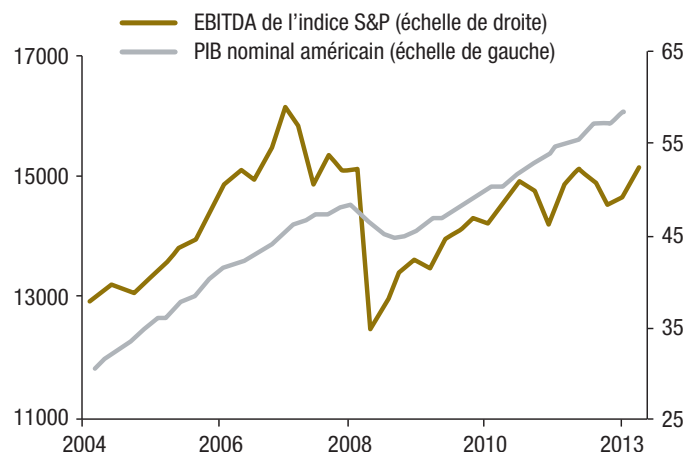
En termes géographiques, notre surpondération des marchés émergents concerne surtout l'Asie. Ces marchés présentent des valorisations attrayantes compte tenu de leur sensibilité à la reprise américaine et japonaise.

Aux Etats-Unis (pondération neutre), nous privilégions les sociétés tournées vers le marché intérieur car la demande devrait accélérer lorsque les effets des coupes budgétaires s'atténueront.

Nous sous-pondérons l'Europe en raison de l'atonie de son économie. La réorientation politique en faveur de la croissance plutôt que l'austérité, de même que les efforts de compétitivité, réduisent l'écart entre l'Allemagne et les pays périphériques. L'heure semble donc venue de prendre ses bénéfices sur les secteurs de la quote allemande, tels que la consommation de base, au profit d'une exposition plus large aux actions européennes.

Le Japon (pondération neutre) bénéficie plus rapidement de la relance généralisée. Nous privilégions les secteurs et valeurs faiblement valorisés et de nouveau rentables, comme le secteur automobile, où une nouvelle génération de véhicules est lancée, et qui est soutenu par certains de ses marchés clés à l'export.

Etats-Unis : évolution du PIB et de l'EBITDA du S&P



Source : Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Nos recommandations
Actions Surpondération	<p>La reprise économique aux Etats-Unis et au Japon soutient la croissance mondiale et les résultats.</p> <p>Nouveau redressement des résultats en Asie – notamment en Chine – et dans d'autres pays émergents.</p> <p>La consommation en ligne modifie les modèles traditionnels de distribution.</p>	<p>Utiliser la correction estivale pour acheter des grandes valeurs industrielles mondiales, des actions des technologies de l'information et des entreprises américaines tournées vers leur marché domestique, et de grands indices européens tels que le STOXX Europe 600.</p> <p>Exposition directe ou indirecte aux marchés émergents asiatiques.</p> <p>Privilégier les prescripteurs de tendance, les grandes marques et les distributeurs.</p>

Marchés d'actions – Perspectives sectorielles

Recherche et Stratégie

Sybren Brouwer – Responsable de la recherche actions
et Responsable de la recherche Pays-Bas

A l'heure de la rotation sectorielle

Les valeurs défensives à haut rendements sont aujourd'hui pleinement valorisées, ou presque. Dans ce contexte, nous avons abaissé notre recommandation sur la consommation de base à « sous-pondération » ; nous sous-pondérons le segment alimentation, boissons et tabac et réduisons l'exposition aux équipements ménagers et soins personnels. Nous avons également allégé l'exposition aux biens de consommation durables au sein de la consommation discrétionnaire, ainsi que l'exposition aux logiciels et services au sein des technologies de l'information.

Notre orientation va vers les segments plus cycliques, aux valorisations plus séduisantes, en surpondérant les

technologies de l'information (matériels et équipements technologiques). Le secteur devrait profiter d'une accélération de la croissance mondiale au second semestre 2013 et du réservoir de demande encore insatisfaite. Au sein de la consommation discrétionnaire, nous favorisons le segment automobiles et pièces détachées.

Le secteur industriel nous semble être le mieux placé pour bénéficier de l'augmentation de la productivité manufacturière. Technologies de l'information et industrie s'intègrent en outre à notre nouveau thème d'investissement, « Les nouveaux distributeurs ».

Surpondéré - Neutre - Sous-pondéré

Secteur	Sous-secteur	Explications
Énergie	Services pétroliers	Les investissements dans l'exploration/production favorisent les prestataires de services pétroliers.
	Groupes pétroliers intégrés	L'intégration verticale est un avantage, le secteur est mieux positionné aux Etats-Unis.
	Exploration & Production	Cher et consommateur de capital. Les prix finaux sont en baisse ; les réserves des groupes américains sont meilleures.
	Raffinage	La baisse des prix de l'énergie profite au marges, mais la demande est médiocre en Europe.
Matériaux	Chimie	Reprise de la demande ; reconstitution des stocks en Asie. Aux Etats-Unis, les prix du gaz fléchissent.
	Mines & Métaux	Surcapacités et recul de la demande.
	Matériaux de construction	Positive aux Etats-Unis, neutre dans les pays émergents, négatif en Europe (sauf au R-U, en Allemagne).
	Papier, bois & forêt	Poursuite de la consolidation et intégration/synergies.
Industries	Services & approvisionn. commerciaux	Aucune réelle amélioration en vue au second semestre 2013 en termes de recrutements.
	Biens d'équipement	Infrastructures et gains d'efficacité tirent le sous-secteur ; faiblesse de l'Europe et de l'activité minière.
	Transportation	Hausse du nombre de passagers mais restructurations et réductions de coûts ; privilégier les constructeurs.
Consommation discrétionnaire	Biens de consommation durables ▼	Perspectives favorables à long terme dans le luxe mais les titres deviennent chers.
	Services aux consommateurs	L'hôtellerie européenne bénéficiera de l'essor du tourisme en provenance des pays émergents.
	Commerce de détail	Menace de la distribution en ligne ; Amazon et eBay seront les gagnants du secteur.
	Automobiles & Pièces détachées ▲	Le marché européen a atteint un plancher, potentiel de croissance aux Etats-Unis et dans les pays émergents.
	Médias	Pas de réelle amélioration de la publicité ; les modèles de médias en ligne sont encore en phase de développement.
Consommation de base ▼	Équipement ménager & soins personnels ▼	Le potentiel d'appréciation est limité ; les restructurations continuent de dominer mais sont chères.
	Alimentaire & médicaments	Les valorisations semblent séduisantes mais des problèmes cycliques et structurels persistent
	Alimentation, boissons & tabacs	Les coûts de production sont volatils et les valorisations élevées.
Santé	Équipement & services de santé	Équipement et services de dialyse, matériel de laboratoire et de diagnostic.
	Indus. Pharma. Biotech & Sciences Vie	Lancements de produits biotechnologiques ; cash-flows disponibles élevés, rachats d'actions.
Finance	Sociétés financières diversifiées	Situation favorable aux Etats-Unis ; en Europe, s'en tenir aux valeurs de qualité.
	Compagnies d'assurances	Amélioration de l'assurance dommage et de la réassurance.
	Banques commerciales	Situation favorable aux Etats-Unis ; en Europe, s'en tenir aux valeurs de qualité.
	Immobilier ▼	Les actifs de qualité dans les zones de premier ordre.
Technologie ▲ de l'information	Matériels & équipement de technologie ▲	Les investissements informatiques bénéficieront de l'amélioration de la conjoncture, à commencer par les Etats-Unis.
	Logiciels & Services ▼	Les logiciels de cloud computing modifient le paysage et entraînent des acquisitions.
	Semi-conducteurs & équipements	Une plus grande prudence s'impose après les solides performances du secteur.
Télécoms	Services de télécommunication	L'absence de croissance et d'investissements lourds pèsent sur les perspectives bénéficiaires.
Services aux coll.	Renouvelables	Les incertitudes quant aux subventions pèsent sur les perspectives de croissance.
	Réglementées/Multiservices	Forte baisse des prix de l'électricité aux Etats-Unis ; en Europe, la capacité de fixation des prix est quasi inexistante.

Marchés d'actions – Point sur les thèmes d'investissement

Notre nouveau thème, « Les nouveaux distributeurs », est lié aux dépenses des ménages, l'un des principaux moteurs de croissance dans le monde occidental et émergent. Les modalités de consommation évoluent rapidement, les achats en ligne gagnent des parts de marché. De grandes tendances dominent, comme l'automatisation, ou le gaz de schiste,

continuent d'orienter les marchés. Les actions versant des dividendes élevés sont concurrencées par la hausse potentielle des rendements obligataires. Au sein des solutions biologiques, la pharmacie reste dynamique, les biocarburants rencontrant des obstacles aux États-Unis.

Thème	Lancement	Argumentaire d'investissement	Principales valeurs	Recommandations thématiques
Infrastructures vertes	T3-09	Les facteurs à long terme (respect de l'environnement et économies d'énergie) et à court terme (subventions) soutiennent les infrastructures « vertes »	Ecolab, Syngenta, Arcadis, Veolia, Fluor	Achat
Grandes capitalisations	T4-09	Attire des grandes entreprises actives sur les pays émergents pour devenir des acteurs mondiaux.	Samsung Electr., HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Walmart	Conserver
Consommation émergente	T2-10	Les besoins des consommateurs émergents suivent la pyramide de Maslow.	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential	Conserver
Perles européennes	T3-10	Les marques et l'expertise européennes sont plébiscitées sur fond d'appréciation du dollar américain.	BASF, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Sanofi, Siemens	Achat
Primes à la qualité	T4-10	Le besoin de normes de qualité mondiales et de réglementations sur l'environnement et la sécurité augmentent.	Mead Johnson, Thermo Fisher, Symrise, Vopak, Fresenius, Keppel Corp.	Achat
Reprise de la consommation	T1-11	La consommation est un moteur de la reprise (aux États-Unis et en Asie).	Adidas, Apple, Daimler, FedEx, Randstad, Simon Property, Swatch, Wereldhave	Achat fort
Fusions/acquisitions	T2-11	Les entreprises sont riches en trésorerie. L'intégration verticale et les pénuries conduisent à de nouvelles acquisitions.	Mead Johnson, Mosaic, GEA Symrise, Starbucks, Actelion, Macarthur Coal, Qiagen	Conserver
Pouvoir de fixation des prix	T3-11	Le pouvoir de fixation des prix est un atout majeur qui permet aux entreprises de maintenir leurs marges et d'assurer leur croissance bénéficiaire.	Apple, Philip Morris, Allergan, Lanxess, Coca-Cola, Nestle, Reckitt Benckiser, Starbucks	Achat
Dividendes de qualité	T4-11	Attire des valeurs qui versent un dividende, source de rendement stable.	BASF, Philip Morris Intl., Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestle, Bristol Myers, SingTel, Vodafone	Conserver
Industrie du bien-être	T1-12	Prime à la santé et au bien-être, dans un environnement stressant.	Allergan, WeightWatchers, Starbucks, L'Oréal, DaVita	Achat
Plein gaz!	T2-12	L'impact de la révolution des gaz de schiste aux États-Unis sur les entreprises.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Achat fort
Solutions biologiques	T4-12	Les modes de production biologiques fournissent des alternatives au pétrole et aux produits pharmaceutiques.	Ecolab, Actelion, Amgen, Amgen, BASF, Biogen, Celgene, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Achat
Le maître du savoir-faire industriel	T1-13	L'automatisation de la production est une nécessité pour combler les écarts de productivité.	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, EMC, Hyundai, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Achat
Comblent l'écart de productivité dans le secteur manufacturier	T2-13	Systèmes et logiciels d'automatisation (nouvelles technologies 3-D et d'impression).	ABB, Apple, ASML, Cisco, Emerson Electric, Fanuc, Gildemeister, Kuka, Oracle, Qualcomm	Achat

Marchés d'actions – Les nouveaux distributeurs

La popularité des smartphones et tablettes a modifié les habitudes d'achat des consommateurs à travers le monde. Cette évolution a des conséquences sur de nombreuses entreprises. Les consommateurs ne sont plus dépendants des heures d'ouverture, ni des limites en termes d'exposition et de stocks. La comparaison des prix accroît encore la concurrence. Les distributeurs peuvent réduire leurs coûts, leurs frais de stockage, de loyer, réduire leurs points de vente et réduire leurs frais de personnel. Ces baisses de coûts permettent d'investir sur des outils informatiques et des réseaux d'entrepôt assortis de dispositifs logistiques automatisés. La faiblesse des marges, qui sera – et est déjà – une caractéristique de la distribution en ligne s'accompagne d'une optimisation de la structure logistique. Le leader américain de la distribution en ligne, Amazon, est emblématique ; les experts l'appellent « le nouveau Walmart ». eBay est lui aussi un distributeur en ligne à succès que nous recommandons.

La révolution de la distribution en ligne

Grâce à la distribution en ligne, les fabricants disposent d'un éventail de nouvelles plateformes internationalisées, pour promouvoir et vendre leurs produits. Les moteurs de recherche rapides et sophistiqués tels que Google en Occident, et Baidu en Chine, constituent des supports publicitaires pour les distributeurs. Si les pressions sur les prix sont appelées à croître, les volumes de vente peuvent augmenter rapidement, y compris à l'international. Les spécialistes du transport routier et aérien, comme FedEx, profiteront aussi de la croissance de la demande tant aux Etats-Unis, où FedEx occupe une position de leader, que sur les autres marchés mondiaux. Les « vrais » centres commerciaux deviennent un lieu d'expérience pour les consommateurs pour voir et évaluer la qualité des produits. Dans ce domaine, Simon Property Group (qui détient une participation importante dans Klépierre) et Unibail-Rodamco, sont des noms à retenir.



Perspectives du marché obligataire

La fin du marché haussier

Recherche et Stratégie

Stephen Evans – Responsable mondial de la recherche obligataire

« Un certain nombre d'intervenants se sont montrés prêts à revoir à la baisse les flux d'achats, dès la réunion du mois de juin... ». Ces propos, extraits du compte-rendu de la réunion du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale paru le 22 mai, ont suffi à faire prendre conscience au marché de la fin imminente de l'assouplissement quantitatif.

Au vu des commentaires du président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, selon lesquels l'assouplissement quantitatif pourrait être réduit en cas d'embellie des statistiques économiques américaines, il est désormais prévu que les achats d'actifs ralentiront avant la fin de l'année.

La fin des programmes d'achats d'actifs s'accompagnera d'une hausse des rendements

La baisse de la liquidité réduira le soutien artificiel apporté aux cours obligataires ces 18 derniers mois et entraînera une hausse des rendements. Les rendements des valeurs du Trésor américain de référence se sont déjà fortement tendus et nous prévoyons que cette tendance se poursuivra en 2014. La politique inflationniste du Premier ministre japonais, Shinzo Abe, a également entraîné une remontée des rendements obligataires, mettant ainsi fin à une décennie de taux d'intérêt quasi nuls. Cette évolution est significative car elle pourrait accélérer le mouvement de hausse mondiale des taux. Nous anticipons également une augmentation des taux des Bunds allemands fin 2013 et début 2014, bien qu'à un rythme nettement moins rapide que celle de leurs homologues américains.

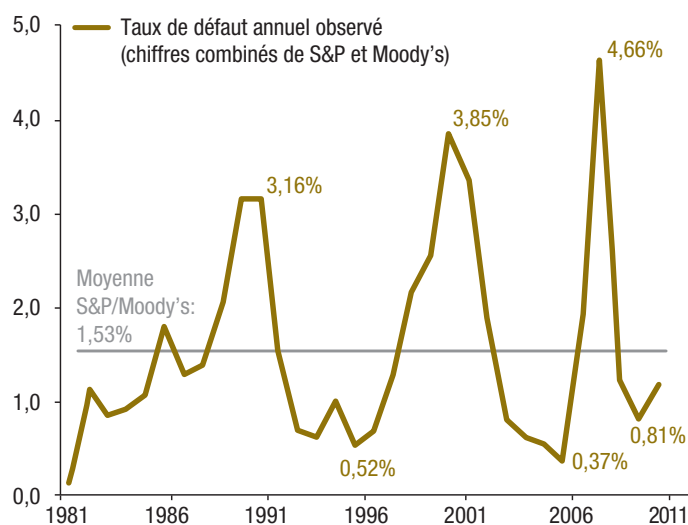
Face à l'amélioration des perspectives des économies développées – américaine notamment – les conditions sont actuellement très propices à la prise de risque sur le marché du crédit. Les investisseurs doivent toutefois garder à l'esprit que la principale menace pesant sur les marchés obligataires provient des facteurs techniques (c.-à-d. la hausse des

rendements des obligations de référence) et non de l'augmentation du risque de défaut (voir graphique).

Les investisseurs en quête de rendement doivent se méfier des instruments complexes

Nous tenons à mettre en garde les investisseurs qui cherchent à accroître leurs rendements en investissant dans des instruments obligataires complexes, d'émetteurs qu'ils croient bien connaître. Parmi ceux-ci figurent les obligations convertibles contingentes (CoCo) émises récemment par les grandes banques des pays développés. Les rendements élevés de ces titres ne nous semblent en effet pas suffisants pour rémunérer les risques de crédit et de marché qui leur sont associés.

Taux de défaut historiques (en % 1981-2012)



Source : S&P, Moody's

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Motifs	Nos recommandations
Etat : Sous-pondérer	Bas niveau historique des rendements des emprunts souverains des pays « core ».	Les rendements réels des emprunts souverains des pays « core » sont négatifs.	Etudier les opportunités de rendement qu'offrent les dettes souveraines périphériques.
Corporate : Surpondérer	Les rendements des bons du Trésor américain à échéance longue seront vulnérables.	Les investisseurs redoutant les pertes issues de la hausse des rendements solderont leurs positions.	Raccourcir la durée des portefeuilles obligataires en liquidant les positions longues.
	L'endettement limité et l'ampleur des liquidités renforcent les bilans des entreprises.	Les taux de défaut des entreprises atteignent un point bas cyclique, entraînant un resserrement des primes de risque.	Raccourcir la durée en vendant les obligations investment grade à échéance longue.
	La reprise économique des grandes économies soutient les fondamentaux des entreprises.	Les relèvements des notes des marchés émergents est favorable.	Acheter des obligations à haut rendement et certaines obligations d'entreprises émergentes.

Allocation du portefeuille obligataire

Roel Barnhoorn – Responsable de la thématique d'investissement obligataire
Carman Wong – Responsable marchés émergents de la recherche obligataire

Gérer les risques

Les marchés obligataires sont tiraillés entre deux forces opposées. D'un côté, l'économie mondiale, américaine notamment, se redresse et le contexte est favorable à la prise de risque sur les obligations d'entreprises. De l'autre côté, le durcissement de ton et les mesures émanant des banques centrales disposées à mettre un terme à des politiques monétaires accommodantes, auront un impact négatif immédiat sur les rendements obligataires.

La hausse des rendements dictera l'évolution des titres *investment grade*

Les cours des obligations *investment grade* sont exposés au risque de hausse des rendements des emprunts des pays « core ». Elles offrent une maigre compensation contre ce risque. Nous recommandons donc de prendre ses bénéfices sur les obligations d'entreprises bien notées (et de réduire l'exposition à la classe d'actifs) et aussi sur les obligations affichant des primes significativement au-dessus du pair et dont l'échéance est inférieure à un an.

Eviter les titres dont l'échéance est supérieure à cinq ans, ceux-ci étant les plus exposés à la hausse des rendements de référence, et donc les plus vulnérables à un durcissement de ton des banquiers centraux.

Les obligations des pays « core » et des marchés émergents sont chères

Les obligations des pays « core » (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Pays-Bas et Japon) sont chères; il en va de même pour les emprunts souverains émergents *investment grade*, qui affichent pour certains une prime de risque très faible. Les obligations des Etats situés à la périphérie de la zone euro affichent des primes de risque de crédit relativement plus élevées, mais sont tributaires des réformes structurelles et de la stabilité de leur politique intérieure.

Les obligations d'entreprises recèlent des opportunités

Les économies développées et émergentes s'efforcent de relancer la croissance, ce qui devrait maintenir les taux de défaut d'entreprises à des niveaux relativement faibles, par rapport aux cycles précédents. En conséquence, nous privilégions les obligations offrant une compensation raisonnable contre le risque de crédit et affichant une faible probabilité de défaut.

Nous restons optimistes à l'égard des obligations d'entreprises notées BBB, des émissions à haut rendement et des crédits d'entreprises des marchés émergents. Un panier

de titres triés sur le volet permettrait de compenser le risque de hausse de taux.

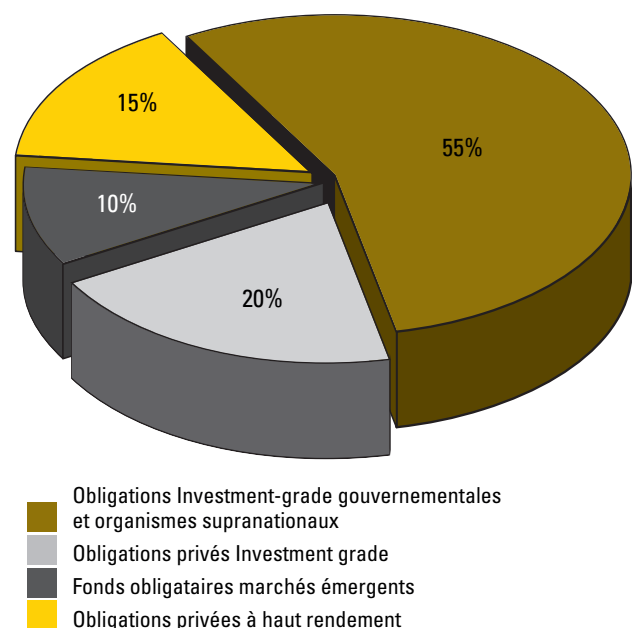
En Europe, nous préférons les secteurs des infrastructures et des services aux collectivités, ainsi que certains grands établissements financiers. Au sein des marchés émergents, nous privilégions les grandes entreprises asiatiques, notamment les grands établissements financiers et les entités quasi-gouvernementales.

Risques au sein de l'univers obligataire

Les émissions à durée moyenne (cinq à sept ans) et longue (plus de dix ans) pourraient voir leur cours fluctuer. Une durée relativement courte (quatre ans) est un gage de protection. Jusqu'à ce que de nouvelles opportunités apparaissent, nous mettrons l'accent sur les titres d'échéance moyenne, les émissions senior classiques offrant une meilleure protection que les titres subordonnés.

Duration recommandée du portefeuille obligataire : 4,25 ans

Réduire l'allocation aux obligations gouvernementales des marchés émergents et aux crédits *investment grade* et accroître l'exposition aux obligations des Etats périphériques de la zone euro et au volant de liquidité.



Source : ABN AMRO Private Banking

Perspectives du marché des changes

Les devises de croissance ont le vent en poupe

Le dollar US, devise de croissance

Selon nous, l'USD génèrera les meilleures performances du G4 en 2013 et en 2014, grâce à la croissance de l'économie domestique, des rendements attractifs des actifs américains et des anticipations croissantes de retrait d'ici 2014 des mesures d'assouplissement monétaire de la Fed.

Après avoir pâti de la baisse des valeurs refuges, le dollar s'apprécie aujourd'hui en anticipation d'une hausse des rendements des actifs américains. Ainsi, la corrélation entre l'USD et l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (VIX) devient négative et celle entre le billet vert et les marchés d'actions américains est désormais positive. Cette observation confirme notre opinion sur la sensibilité envers l'économie américaine du dollar au cours des prochains trimestres. En 2014, les anticipations d'un relèvement par la Fed de ses taux d'intérêt à partir de 2015 devraient entraîner une hausse généralisée du billet vert. Toute amélioration du déficit budgétaire et du solde courant américains constituerait un autre facteur de soutien fondamental.

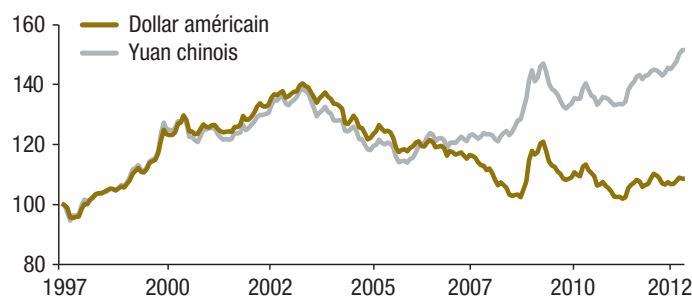
Notre devise favorite en Asie : le yuan chinois

Le taux de change du yuan chinois est déterminé par les autorités locales via un taux officiel, autour duquel la devise ne peut fluctuer que dans une fourchette de 1 %. Les récents projets d'internationalisation du yuan ont suscité l'optimisme. Selon nous, il est probable que la fourchette soit élargie à 2 % l'année prochaine, le gouvernement diminuant vraisemblablement progressivement son contrôle.

Toutefois, la hausse des flux spéculatifs, effet de la liquidité mondiale, reste un motif de préoccupation immédiat.

Des réglementations visant à limiter les positions de change ouvertes nettes des banques et à freiner les activités bancaires parallèles ont également été mises en œuvre. Nous doutons par conséquent que les autorités chinoises n'élargissent la fourchette de fluctuation du yuan avant que ces inquiétudes ne retombent. Compte tenu de sa valorisation attractive, de l'excédent courant de la Chine, de la vigueur relative de l'économie domestique et d'un rendement intéressant, nous restons optimistes à l'égard du yuan pour les deux prochaines années et tablons sur une appréciation à 6,05 en 2013 et à 5,80 en 2014 face au dollar.

Taux de change effectif du dollar américain et du yuan chinois



Sources : Banque des règlements internationaux, Bloomberg, Etudes économiques du Groupe ABN AMRO

Evolution de l'USD et du CNY
(indice pondéré des échanges commerciaux base 100)

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandations
Devises	Opinion positive sur le dollar US (redressement de l'économie et des prix des actifs, retrait par la Fed des mesures d'assouplissement monétaire).	Accumuler l'USD au-dessus de 1,30 face à l'EUR.
	USD et CNY : devises de croissance (opinion positive).	Devise favorite du G4 : USD.
	EUR : devise sensible aux taux d'intérêt (opinion neutre).	Devises européennes favorites : SEK, PLN.
	Le JPY et le CHF font de moins en moins office de valeurs refuges (opinion négative).	Devise asiatique favorite : CNY.
	Opinion modérément positive à l'égard des devises asiatiques.	

Prévisions

Allez aussi loin que vous pouvez
voir ; quand vous y arriverez, vous
serez en mesure de voir plus loin

Thomas Carlyle

Notre scénario central se fonde sur la conviction que la reprise économique mondiale - tirée par les Etats-Unis et la contribution positive du Japon et des économies dynamiques - s'accélérera progressivement dans un contexte peu inflationniste en 2014. La zone euro sera à la traîne mais les pays périphériques commenceront à se redresser.

Les mois à venir pourraient être caractérisés par une série de révisions à la hausse des prévisions économiques des agences publiques et privées. Ces révisions, et en particulier celles émanant du Comité de la Réserve fédérale, pourraient augurer d'une politique monétaire moins souple.

Prévisions macroéconomiques (%)

5 juin 2013	Croissance PIB réel 2014		Inflation 2014	
	ABN AMRO	Opinion du marché	ABN AMRO	Opinion du marché
Etats-Unis	3,2	2,7	1,8	2,0
Zone euro	1,3	0,9	1,1	1,6
Royaume-Uni	1,8	1,6	2,0	2,5
Japon	2,1	1,5	1,6	1,9
Autres pays*	2,8	2,6	2,1	1,8
ME Asie	6,7	6,8	4,7	4,4
Amérique latine	4,2	3,8	7,8	6,5
EEMEA**	3,1	3,6	4,8	5,6
Monde	4,0	3,8	3,7	3,5

Toutes les prévisions portent sur les moyennes annuelles des variations des chiffres trimestriels en glissement annuel.

* Australie, Canada, Danemark, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède et Suisse.

**Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique.

Source : ABN AMRO Economics Dept., Consensus Economics, EIU

Prévisions des marchés actions

	Spot 5 juin 2013	Stratégie active	Forward PER 2014
MSCI ACWI	366,9		12,3
S&P 500	1640,4		13,4
Euro Stoxx 50	2756,7		10,6
FTSE-100	6559,4		11,1
Nikkei 225	13533,8		17,0
DAX	8308,4		10,8
CAC 40	3928,3		10,9
AEX	361,1		11,0
Hang Seng Index	22285,5		9,7
Shanghai SE Comp,	2272,4		8,7
Straits Times Index	3291,4		13,5

= Sous-pondéré = Surpondéré = Neutre

Prévisions des taux d'intérêts et rendements obligataires (%)

	5 juin 2013	sep 2013	déc 2013	mar 2014	juin 2014
Etats-Unis					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mois	0,27	0,3	0,3	0,3	0,5
2 ans	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
10 ans	2,14	2,1	2,5	3,0	3,25
Allemagne					
BCE	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
3 mois	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4
2 ans	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7
10 ans	1,54	1,5	1,8	2,1	2,6

Prévisions des changes

Monnaie	5 juin 2013	sep 2013	déc 2013	mar 2014	juin 2014
EUR/USD	1,3072	1,25	1,20	1,20	1,15
GBP/USD	1,5347	1,49	1,45	1,45	1,40
EUR/GBP	0,8519	0,84	0,83	0,83	0,82
USD/CHF	0,9455	1,00	1,08	1,08	1,13
EUR/CHF	1,2367	1,25	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	99,57	106	110	112	115
EUR/JPY	130,14	133	132	134	132
USD/CAD	1,0340	1,00	1,00	1,00	1,00
AUD/USD	0,9563	0,90	0,90	0,90	0,90
NZD/USD	0,7987	0,76	0,76	0,76	0,76
EUR/NOK	7,6127	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,6321	8,25	8,00	8,00	7,75

Hedge funds

Des instruments de
diversification efficaces

Recherche & Stratégie

Olivier Couvreur – CIO Multimanager
Erik Keller – Analyste hedge funds senior

Les stratégies de hedge funds offrent actuellement un large éventail de diversification et de réduction du risque. Ceci vaut tant pour les allocations obligataires défensives que pour les allocations aux actions plus dynamiques. Nous continuons de recommander de surpondérer les hedge funds.

Les hedge funds diversifiés peuvent réduire le risque des portefeuilles défensifs

Le niveau actuellement bas (voire négatif) des rendements obligataires offre une maigre compensation contre le risque de hausse des taux d'intérêt auquel les investisseurs obligataires sont exposés. Les fonds de hedge funds diversifiés ont toutefois montré leur capacité à générer des rendements significatifs tout en affichant une faible volatilité, que les obligations soient orientées à la hausse ou à la baisse. Le contexte actuel offre un large éventail d'opportunités pour ces fonds, axés par exemple sur les restructurations d'entreprises, les fusions-acquisitions ou les stratégies de sélection fondamentale des titres, dans le cadre desquelles les risques du marché d'actions sont couverts en totalité ou en partie. En mettant l'accent sur la diversification, ces fonds peuvent afficher un meilleur profil risque/rendement dans l'environnement de marché actuel (voir graphique).

Les investisseurs de profil défensif peuvent également opter pour les fonds obligataires long/short, qui permettent d'investir dans des emprunts d'Etat, des crédits investment grade et à haut rendement, la dette émergente et la dette bancaire senior garantie. Ces fonds peuvent également bénéficier de positions courtes sur les obligations d'entreprises et de positions de couverture contre les risques de taux d'intérêt et de crédit.

Les fonds long/short equity peuvent réduire le risque des portefeuilles dynamiques

Les investisseurs actions dont le profil est plus dynamique peuvent envisager d'investir dans des fonds ou des fonds de fonds long/short equity, caractérisés par un meilleur profil risque/rendement (comparé à celui des fonds de fonds diversifiés) et leur capacité à réduire les risques liés au marché d'actions. Ainsi, les fonds long/short equity ont récemment réduit le risque en abaissant leur exposition nette au marché.

Un large éventail de stratégies long/short equity bénéficient de l'environnement actuellement favorable au stock-picking. Les fonds neutres par rapport au marché d'actions, les fonds à positionnement variable, les fonds axés sur certains secteurs et les fonds plus généraux ont tous récemment généré de bonnes performances.

Stratégie de hedge funds

Positif sur les long/short equity et event-driven

Neutre sur les relative value

Négatif sur les global macro/commodity trading advisors (CTA)

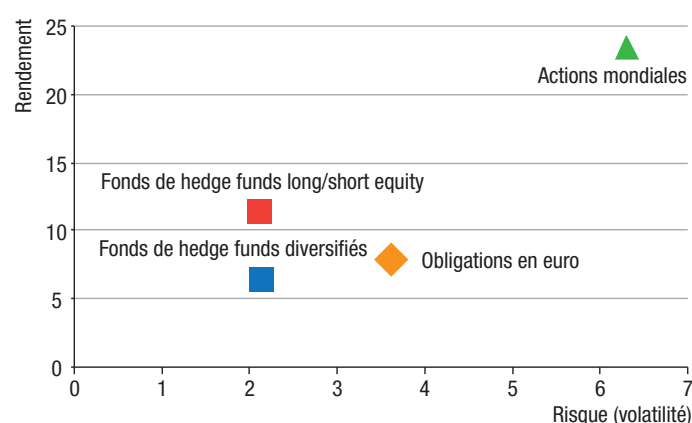
Long/short equity : Face au rebond des marchés d'actions, nous préférons un positionnement légèrement plus prudent consistant à privilégier les fonds à positionnement plus variable et les fonds neutres, par rapport au marché d'actions au détriment des fonds purement longs.

Event-driven : Notre opinion positive s'appuie sur la hausse attendue de l'activité de fusions-acquisitions et les opportunités sur le segment des situations spéciales, comme les « positions activistes » et les restructurations d'entreprises.

Relative value : Bien que nous anticipions davantage de dispersion des performances dans l'univers du crédit, ce qui est généralement positif pour les gérants crédit long/short, nous estimons que les autres stratégies de hedge funds offrent davantage de potentiel en termes de rendements.

Macro/CTA (managed futures) : Les stratégies CTA ont généré des performances disparates. Compte tenu de leur positionnement long sur les actifs risqués, les stratégies Macro/CTA offrent selon nous moins de potentiel en termes de diversification dans l'environnement actuel.

Comparaison des risques et des rendements sur un an (en %)



Sources : Lipper Hindsight pour la période allant du 31 mai 2012 au 31 mai 2013

Matières premières

Faiblesse

Etudes économiques du groupe

Hans van Cleef – Economiste de l'énergie

Georgette Boele – Stratégie de change et matières premières

Le super-cycle des matières premières appartient au passé. Le tassement de la croissance économique américaine et chinoise a pesé sur les cours des matières premières, notamment les cycliques comme le pétrole, les métaux de base et la plupart des métaux précieux. Nous prévoyons toutefois un redressement du sentiment des investisseurs au cours des prochains mois à la faveur d'une embellie de la croissance américaine, et qui devrait accélérer au second semestre 2013.

La reprise, tant américaine que chinoise, soutient les matières premières cycliques pour lesquelles l'équilibre offre/demande est relativement tendu. Les fondamentaux du cuivre et de certains métaux précieux restent solides, mais la croissance globale de la demande de métaux de base est en baisse, et les surcapacités sur les segments de l'aluminium et de l'acier sont préoccupantes.

Marché baissier pour l'or et perspectives négatives pour l'argent

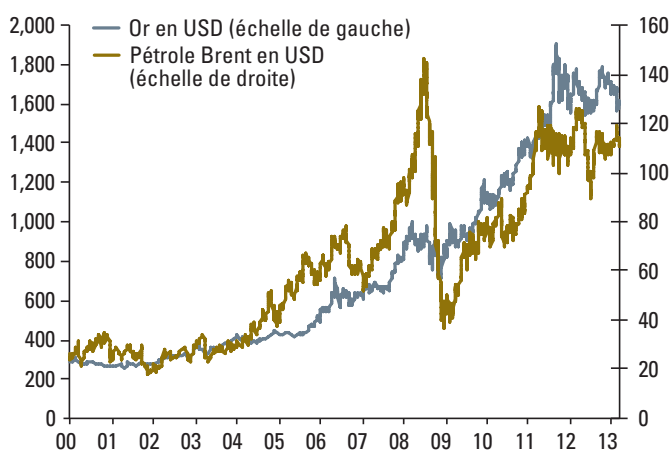
L'or est dans une tendance baissière. Nous prévoyons que les prix tomberont à 1 300 USD d'ici la fin de l'année, à 1 000 USD fin 2014 et 800 USD fin 2015. Les perspectives à court terme de l'argent restent également peu prometteuses, en raison du sentiment négatif à l'égard du métal jaune ; mais fin 2013 et en 2014, la demande d'argent industriel pourrait se redresser, ce qui devrait soutenir les cours.

Le pétrole évoluera dans une fourchette étroite

Malgré une offre abondante, les anticipations d'une hausse de la demande maintiendront les cours du pétrole dans une fourchette étroite au cours des trois prochains mois. Nous continuons d'anticiper une baisse modérée des cours à plus long terme, car nous pensons que les nouvelles capacités issues de la production mondiale excéderont la demande.

Au Royaume-Uni et dans la zone euro, les prix du gaz naturel sont actuellement orientés à la hausse. Températures inférieures à la normale obligent, la demande de chauffage a augmenté. Aux Etats-Unis, les prix du gaz naturel pourraient continuer de progresser sous l'effet de la demande de refroidissement et de climatisation. Ceci empêchera en partie l'accumulation des stocks, mais réduira également la probabilité de notre scénario central, qui prévoit une baisse des prix du gaz naturel américain.

Or et pétrole : la fin des beaux jours (2000-2013)



Source : Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandation
Matières premières Neutre	Négatif sur le Commodity Research Bureau Index pour le T3 en raison de la hausse de l'offre et appréciation du dollar US.	Exposition neutre dans les grands indices à des fins de diversification et d'assurance.

Immobilier

Une correction temporaire
n'altérant pas les fondamentaux

Recherche & Stratégie

Manuel Hernandez Fernandez – Analyste immobilier

Depuis le début de l'année, le secteur immobilier a signé des performances acceptables, comprises entre 5 et 8 %. La quête de rendement a soutenu les marchés et les valorisations des sociétés d'investissement cotées (REIT). Cette progression n'a toutefois pas été sans obstacles, des prises de bénéfices ayant émaillé l'avancée des marchés – elles ont frappé en particulier les entreprises cotées les plus chères aux Etats-Unis et en Asie (notamment au Japon). Nous sommes cependant convaincus que les valorisations, relativement plus élevées des entreprises cotées de qualité aux Etats-Unis, sont justifiées.

Des avantages en termes de financement

La politique monétaire accommodante menée ces dernières années a permis à nombre d'entreprises immobilières cotées de profiter de bas taux de financements. Elles ont pu en effet s'assurer des taux d'intérêt bas à long terme. En outre, dette bon marché et valorisation solide des actions ont créé des opportunités de croissance externe par le biais d'acquisitions.

La baisse des taux de financement a également permis de réduire la dette et d'améliorer ainsi les ratios d'endettement. Depuis 2008, ces ratios sont passés de 80 %, à un niveau plus soutenable de 50 %. Cette diminution tient principalement à la diversité des sources de financement, dette non bancaire comprise. La réduction de l'endettement a, en outre, permis au secteur d'abaisser sa sensibilité aux marchés d'actions, bien qu'au demeurant encore élevée (voir le graphique).

Les fondamentaux demeurent solides

La demande dans l'immobilier commercial restant étroitement liée à la croissance économique, l'anticipation d'une accélération de la reprise mondiale soutient les fondamentaux du secteur, notamment les taux d'occupation, les loyers et la rotation des locataires. Cette tendance est particulièrement

sensible dans les portefeuilles immobiliers de grande qualité des REIT américains – bureaux et actifs industriels – que nous privilégions.

L'argumentaire d'investissement sous-jacent, concernant l'immobilier, reste robuste : rendement du dividende attrayant de 3,5 %, protection intrinsèque contre l'inflation et solidité des bilans. Même si une hausse des taux d'intérêt est attendue, nous pensons que la vigueur des fondamentaux continuera de soutenir la croissance. Enfin, de nombreuses entreprises cotées s'assurent contre l'inflation via des contrats indexés.

Sensibilité à l'indice MSCI North America des entreprises immobilières américaines cotées



Source : Petercam

La sensibilité est mesurée au moyen du bêta glissant. Un bêta supérieur à 1 signale une grande sensibilité au marché, un bêta inférieur à 1 est synonyme de moindre sensibilité.

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandation
Pondération Neutre L'immobilier de qualité conjugue rendement, faible endettement, flux de trésorerie et nouvelle offre limitée. Autre facteurs positifs : la reprise du marché du logement aux Etats-Unis et le soutien des autorités dans l'Asie développée.	REIT USA : la rotation sous-sectorielle favorise les REIT cycliques. Asie : préférence pour les marchés développés. Marchés émergents : Malgré les mesures de durcissement, les ventes des promoteurs devraient rester solides, et l'immobilier résidentiel devrait se stabiliser. Europe : Préférence pour le haut de gamme. Ces titres affichent des primes par rapport à la valeur de l'actif net.	Surpondération : Amérique du Nord Pondération neutre : Asie Sous-pondération : Europe

Capital investissement

De nombreuses opportunités

Recherche & Stratégie

Olivier Palasi – Responsable Private Equity

L'industrie du capital investissement connaît une situation singulière et encore inconnue : l'allongement de la durée de détention des participations dans certains portefeuilles de fonds. Cela pourrait compromettre la fluidité du cycle d'investissement et celui des levées de fonds. Toutefois, comme souvent dans les périodes économiques délicates, de nombreuses opportunités d'investissement sourdent partout en Europe.

L'allongement de la durée de détention des investissements va influencer le rythme des nouvelles levées de fonds

Avec une durée de détention des sociétés en portefeuille qui s'élève sensiblement, ce sont d'une part les gérants de fonds et d'autre part les investisseurs qui doivent gérer une situation inédite dans le paysage du capital investissement. A titre d'exemple, en Asie, la durée moyenne de détention des investissements est passée de 2.6 année en 2007 à 4.7 années actuellement. Cette tendance affecte plus particulièrement les opérations de grands LBO. Faute de sortie, les performances tardent à s'afficher ; toute nouvelle levée de fonds pourrait donc être affectée par ce manque de visibilité.

En outre, sans distribution, certains investisseurs ne seront pas en mesure de ré-investir dans de nouveaux fonds. Le cycle a priori stable du capital investissement avait réussi à attirer de nouvelles catégories d'investisseurs mais leur persistance n'est pas assurée. Seules les institutions dont la surface financière permet de pouvoir patienter pourront poursuivre leur programme d'investissement, les autres vont, soit réduire leur allocation dans cette classe d'actifs, soit remettre leurs décisions à plus tard.

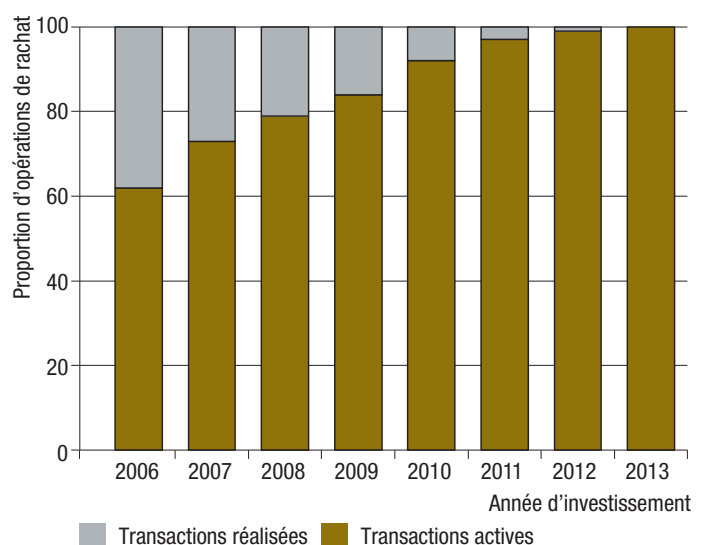
Le contexte des sorties étant aujourd'hui plus difficile pour les opérations payées fort cher dans les années 2007, les gérants ne peuvent réaliser des ventes qui viendraient grever leurs performances historiques. Bien sûr, le recours au refinancement est toujours possible, même si la pratique s'avère coûteuse. Elle a l'avantage de pouvoir faire naître rapidement des distributions. Il est toutefois évident que la détention d'une participation au-delà du temps nécessaire, c'est à dire quand l'équipe de gestion estime ne plus avoir à apporter une valeur ajoutée, devient un exercice périlleux. On estime à plus de 110 milliards de dollars, le montant des investissements en attente d'une solution de sortie. Ces investissements sont portés par des fonds appelés « fonds zombies » car leur survie paraît incertaine. Ce manque de visibilité sur les performances a d'autant plus d'importance pour les stratégies récentes telles celles

développées par les fonds d'infrastructures. Dans ces conditions, choisir une bonne équipe de gestion devient un exercice très difficile pour des investisseurs non avertis.

L'Europe possède toujours certains attraits

Malgré un climat économique morose l'Europe recèle encore de très belles opportunités. La compétition est toujours intense au Royaume-Uni, mais certains secteurs comme la consommation sont un peu délaissés. En Allemagne, en France et dans les pays du Nord de l'Europe, de grands groupes industriels vont devoir se séparer d'activités qui ne rentrent plus dans leur stratégie industrielle. Toutefois, les processus de cession sont lents. L'Espagne est un marché particulièrement attractif car les grands industriels sont eux aussi confrontés à une situation difficile qui perdure. Enfin, des familles italiennes propriétaires de PME performantes à l'exportation pourraient avoir envie de réaliser leurs actifs détenus majoritairement.

Investissements en Private Equity par année d'investissement



Source: Preqin

Performance et risques

Anticiper le changement

Recherche & Stratégie

Hans Peters – Responsable du risque d'investissement

Emilia Bruera – Analyste du risque d'investissement

Allocation d'actifs : positionnement sélectif et atténuation des risques

L'allocation d'actifs a été ajustée afin d'atténuer la volatilité du marché. Les positions obligataires ont donc encore été réduites (dans les catégories *investment grade* et dette souveraine émergente) et sont désormais davantage sous-pondérées. La surpondération des actions a été allégée et l'exposition à l'immobilier a été abaissée, au profit des liquidités. La diversification reste un axe essentiel de notre approche : s'agissant des hedge funds, les profils centraux (3 et 4) ont une pondération neutre, tandis que les profils axés sur les actions (5 et 6) les sous-pondèrent.

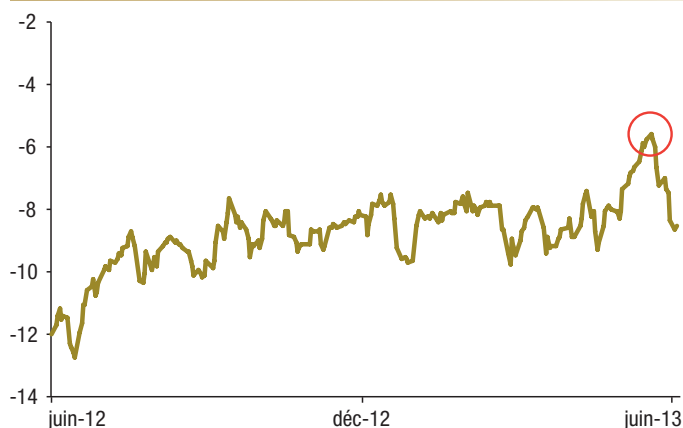
Surveillance des risques au moyen des marchés d'options

Les marchés d'actions ont connu une reprise et atteint de nouveaux sommets, ce qui a eu pour effet d'augmenter la demande d'options d'achat spéculatives (voir le graphique). Par conséquent, l'écart de volatilité entre une option d'achat protégeant contre une hausse de 10 % du S&P 500 et une option de vente protégeant contre une baisse de 10 % de l'indice a atteint son niveau le plus élevé depuis 2005. La Fed ayant fait allusion à la fin de sa relance monétaire illimitée, et les actions ayant perdu du terrain à la suite de ces commentaires, l'indicateur est retombé à ses niveaux précédents. En tant que mesure quantitative de l'écart entre appétit et peur, il constitue un bon indicateur du sentiment du marché, notamment lorsqu'il s'éloigne nettement de ses niveaux historiques. Le marché d'options est utile pour surveiller les fragilités des marchés et nous l'intégrons à nos outils de surveillance des risques.

Performance : un premier semestre 2013 positif

Au premier semestre 2013, nous avons enregistré des performances positives sur les actions, à l'exception des marchés émergents, ainsi que sur l'immobilier et les hedge funds. Depuis le 1er janvier 2013, les performances de tous nos profils sont positives ; elles sont supérieures à leur indice de référence à l'exception de celle du profil 6 en euro et en dollar, qui a pâti de l'impact des marchés actions émergents ; et de celle du profil 1 en euro, qui a été pénalisée par les rendements limités des liquidités et la performance médiocre des obligations émergentes.

Evolution de la volatilité implicite à trois mois



Option d'achat moins option de vente sur le S&P 500 protégeant contre une hausse ou une baisse de 10 % du marché

Source : Bloomberg

Performance audité de notre allocation tactique d'actifs comparée à l'allocation stratégique, en %

	EUR						USD					
	22 mai 2003 au 30 mai 2013*			2013 YTD (30 mai 2013)			22 mai 2003 au 30 mai 2013*			2013 YTD (30 mai 2013)		
	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire
Profile 1	56,25	66,58	6,61	1,67	1,36	-0,31	53,67	69,07	10,02	-0,16	0,32	0,49
Profile 2	60,30	72,08	7,35	3,15	3,53	0,37	60,99	76,51	9,64	1,71	2,78	1,05
Profile 3	76,92	99,86	12,96	4,53	5,23	0,67	83,17	105,56	12,22	3,44	4,76	1,28
Profile 4	82,16	105,32	12,71	6,39	7,04	0,61	92,33	112,98	10,74	5,77	6,96	1,13
Profile 5	93,20	120,28	14,01	8,27	8,43	0,15	106,43	129,58	11,22	8,13	8,64	0,47
Profile 6	97,41	123,59	13,26	9,70	9,38	-0,29	113,69	134,27	9,63	9,92	9,79	-0,12

* Les profils 1 et 2 correspondent à l'ancien profil Conservateur, les profils 3 et 4 à l'ancien profil Équilibré et les profils 5 et 6 à l'ancien profil Croissance.

Allocation d'actifs

Faisons de nos appréhensions un terrain de réflexion et de planification.
Winston Churchill

Comité d'investissements mondial Private Banking

Portefeuilles modèles du Comité d'investissements d'ABN AMRO montrant les profils de risque EUR/USD en %
(le profil 1 étant le plus prudent et le profil 6 étant le plus exposé au risque de marché).

Allocation d'actifs Profil 1						Profil 2				
Classe d'actifs	Stratégique			Tactique	Ecart	Strategic			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	60	31	+26	5	0	70	17	+12
Marchés des capitaux*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21
Marchés d'actions	0	0	10	0		15	0	30	21	+6
Placements alternatifs	5	0	10	8	+3	10	0	20	13	+3
Fonds de Hedge funds	5			8	+3	5			8	+3
Immobilier	0			0		3			3	0
Matières premières	0			0		2			2	0
Allocation totale*	100			100		100			100	

Allocation d'actifs Profil 3						Profil 4				
Classe d'actifs	Stratégique			Tactique	Ecart	Strategic			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	70	13	+8	5	0	70	13	+8
Marchés des capitaux*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Marchés d'actions	30	10	50	40	+10	50	20	70	58	+8
Placements alternatifs	10	0	20	10	0	10	0	30	10	0
Fonds de Hedge funds	5			5	0	5			5	0
Immobilier	3			3	0	3			3	0
Matières premières	2			2	0	2			2	0
Allocation totale*	100			100		100			100	

Allocation d'actifs Profil 5						Profil 6				
Classe d'actifs	Stratégique			Tactique	Ecart	Strategic			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	70	6	+1	5	0	60	5	0
Marchés des capitaux*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Marchés d'actions	70	30	90	80	+10	85	40	100	90	+5
Placements alternatifs	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Fonds de Hedge funds	5			0	-5	5			0	-5
Immobilier	3			3	0	3			3	0
Matières premières	2			2	0	2			2	0
Allocation totale*	100			100		100			100	

* Duration conseillée : **Neutre**. Benchmark : Bank of America, Merrill Lynch Government Bonds 1-10 ans.

Contributions

Members of the ABN AMRO Bank Global Investment Committee

Didier Duret	didier.duret@nl.abnamro.com
Gerben Jorritsma	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
Han de Jong	han.de.jong@nl.abnamro.com
Arnaud de Dumast	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
Wim Fontaine	wim.fontaine@nl.abnamro.com
Bernhard Ebert	bernhard.ebert@de.abnamro.com

Chief Investment Officer Private Banking
Global Head Discretionary Portfolio Management
Chief Economist
Head Investments Private Clients Neuflyze OBC
Senior Investment Specialist and Advisory Delegate
Head Discretionary Portfolio Management Bethmann Bank

Group Economics

Nick Kounis	nick.kounis@nl.abnamro.com
Georgette Boele	georgette.boele@nl.abnamro.com
Maritza Cabezas Ludena	maritza.cabezas@nl.abnamro.com
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Head Macro Research
Coordinator FX and Commodity Strategy
Senior Economist Emerging Markets
Energy Economist

Bond Research & Strategy Team

Stephen Evans	stephen.evans@sg.abnamro.com
Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@nl.abnamro.com
Martin Strohmeier	martin.strohmeier@nl.abnamro.com
Henk Wiersma	henk.wiersma@nl.abnamro.com
Jeroen van Herwaarden	jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com
Carman Wong	carman.wong@hk.abnamro.com
Grace M.K. Lim	grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

Global Head of Bonds
Head Bond Theme Research
Bond Quant & Risk Analyst
Senior Credit Analyst
Credit Analyst
Head Emerging Markets Bonds
Emerging Market Bond Analyst

Equity Research & Strategy Team

Sybre Brouwer	sybren.brouwer@nl.abnamro.com
Daphne Roth	daphne.roth@sg.abnamro.com
Ivy Pan	ivy.pan@hk.abnamro.com
Edith Thouin	edith.thouin@nl.abnamro.com
Margareta Jonker	margareta.jonker@nl.abnamro.com
Ralph Wessels	ralph.wessels@nl.abnamro.com
Maurits Heldring	maurits.heldring@nl.abnamro.com

Global Head Equity Research and Head Research Netherlands
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia, Latin America
Equity Expert China, Hong Kong
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare, Utilities
Equity Expert Netherlands, Consumer Staples
Equity Expert Financials, Industrials
Equity Expert Consumer Discretionary, IT, Telecoms

Alternative Investments

Olivier Couvreur	olivier.couvreur@fr.abnamro.com
Olivier Palasi	olivier.palasi@fr.abnamro.com
Manuel Hernandez Fernandez	manuel.hernandez@nl.abnamro.com
Erik Keller	erik.keller@nl.abnamro.com

CIO Multimanager, Hedge Funds
Head Private Equity
Property Specialist
Senior Hedge Fund Analyst

Quantitative Analysis and Risk Management

Hans Peters	hans.peters@nl.abnamro.com
Emilia Bruera	emilia.bruera@nl.abnamro.com
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com

Head Investment Risk
Quantitative and Risk Analyst
Quantitative and Risk Analyst

Production Team

Barbara Schiphorst	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
Liz Bond	liz.bond@nl.abnamro.com
Christina Santore	christina.santore@yahoo.com
Johann Richter	johann.richter@nl.abnamro.com

Global Coordination
Senior Editor
Editorial and Communication Support
Editorial Support

Disclaimers

© Copyright 2013 ABN AMRO Bank N.V. et sociétés affiliées («ABN AMRO»), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / P.O. box 283, 1000 EA Amsterdam, Pays-Bas. Tous droits réservés. La présente documentation a été préparée par l'Investment Advisory Centre (IAC) d'ABN AMRO. Elle est fournie à titre informatif seulement et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou autre instrument financier. Elle repose sur des informations considérées comme fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à son exactitude ou son exhaustivité. Bien que nous nous efforcions d'actualiser les informations et opinions contenues dans la présente documentation à intervalles raisonnables, des raisons d'ordre réglementaire ou de compliance peuvent nous en empêcher. Les opinions, prévisions, suppositions, estimations, valorisations dérivées et objectifs de cours fournis dans la présente documentation sont valables à la date indiquée seulement et peuvent changer à tout moment sans notification préalable. Les références à des placements dans la présente documentation peuvent ne pas être appropriées ou ne pas convenir pour les objectifs d'investissement, la situation financière, les connaissances, l'expérience ou les besoins individuels spécifiques des destinataires et ne sauraient remplacer un jugement indépendant. ABN AMRO ou ses dirigeants, administrateurs, participants à des programmes d'avantages sociaux ou collaborateurs, y compris les personnes qui ont participé à l'élaboration ou la publication de la présente documentation, peuvent de temps à autre détenir des positions longues ou courtes sur des titres, des warrants, des futures, des options, des produits dérivés ou d'autres instruments financiers mentionnés dans la présente documentation. ABN AMRO peut à tout moment proposer et fournir des services de banque d'investissement, de banque commerciale, de crédit, de conseil et autres, aux émetteurs de tout titre évoqué dans la présente documentation. ABN AMRO peut prendre connaissance d'informations non incluses dans la présente documentation dans le cadre de l'offre et de la fourniture de tels services et peut avoir agi sur la base desdites informations avant ou immédiatement après la publication de la présente documentation. Cette dernière année, ABN AMRO peut avoir agi en qualité de chef de file ou de co-chef de file pour le placement public de titres émis par des émetteurs évoqués dans la présente documentation. Tout cours d'un titre indiqué dans la présente documentation fait référence au cours à la date indiquée et aucune garantie n'est donnée qu'il soit possible de réaliser une transaction à ce cours. Ni ABN AMRO, ni quiconque ne sauraient être tenus pour responsables d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, consécutif, punitif ou exemplaire, y compris les pertes de bénéfices découlant de quelque manière que ce soit des informations contenues dans la présente documentation. La présente documentation est destinée uniquement aux destinataires désignés. Toute reproduction, distribution ou copie de tout ou partie de son contenu à quelque fin que ce soit est interdite sans consentement explicite préalable d'ABN AMRO. La présente documentation est exclusivement destinée à être distribuée à la clientèle privée/de détail dans un pays Private Clients. Toute distribution à des clients privés/de détail, dans une quelconque juridiction dans laquelle le distributeur serait soumis à des conditions d'enregistrement ou de licence auxquelles il ne répond pas en l'occurrence, est interdite. Documentation fait ici référence aux données d'analyse sous toutes leurs formes et notamment, sans s'y limiter, les documents imprimés, documents informatiques, présentations, courriers électroniques, SMS ou WAP.

Loi américaine sur les titres financiers

ABN AMRO Bank N.V. n'est pas une société de Bourse au sens de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel qu'amendé («Loi de 1934») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. ABN AMRO Bank N.V. n'est pas non plus un conseiller en placement enregistré au sens de l'U.S. Investment Advisers Act de 1940, tel qu'amendé («Advisers Act» et conjointement avec la Loi de 1934, les «Lois») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Sauf exception spécifique aux termes des Lois, les services de courtage ou de conseil en placement fournis par ABN AMRO Bank N.V., y compris (sans s'y limiter) les produits et services décrits dans la présente, ne sont par conséquent pas destinés aux US Persons. Ni le présent document, ni aucune copie de celui-ci ne pourront être envoyés, introduits ou distribués aux Etats-Unis ou à un ressortissant américain («US Person»).

Autres juridictions

Sans préjudice de ce qui précède, les produits et services décrits dans la présente documentation ne sont pas destinés à être offerts, vendus et/ou distribués dans une juridiction à quiconque pour qui une telle offre, vente et/ou distribution est illégale. Les personnes qui entrent en possession du présent document ou d'une copie de celui-ci sont tenues de s'informer sur les éventuelles restrictions légales applicables à sa distribution ainsi qu'à l'offre, à la vente et/ou à la distribution des produits et services qui y sont décrits et de se conformer auxdites restrictions. ABN AMRO ne saurait être tenue responsable d'un quelconque dommage ou d'une quelconque perte découlant de transactions et/ou services contraires aux restrictions susmentionnées.

Décharge relative à l'indicateur de durabilité

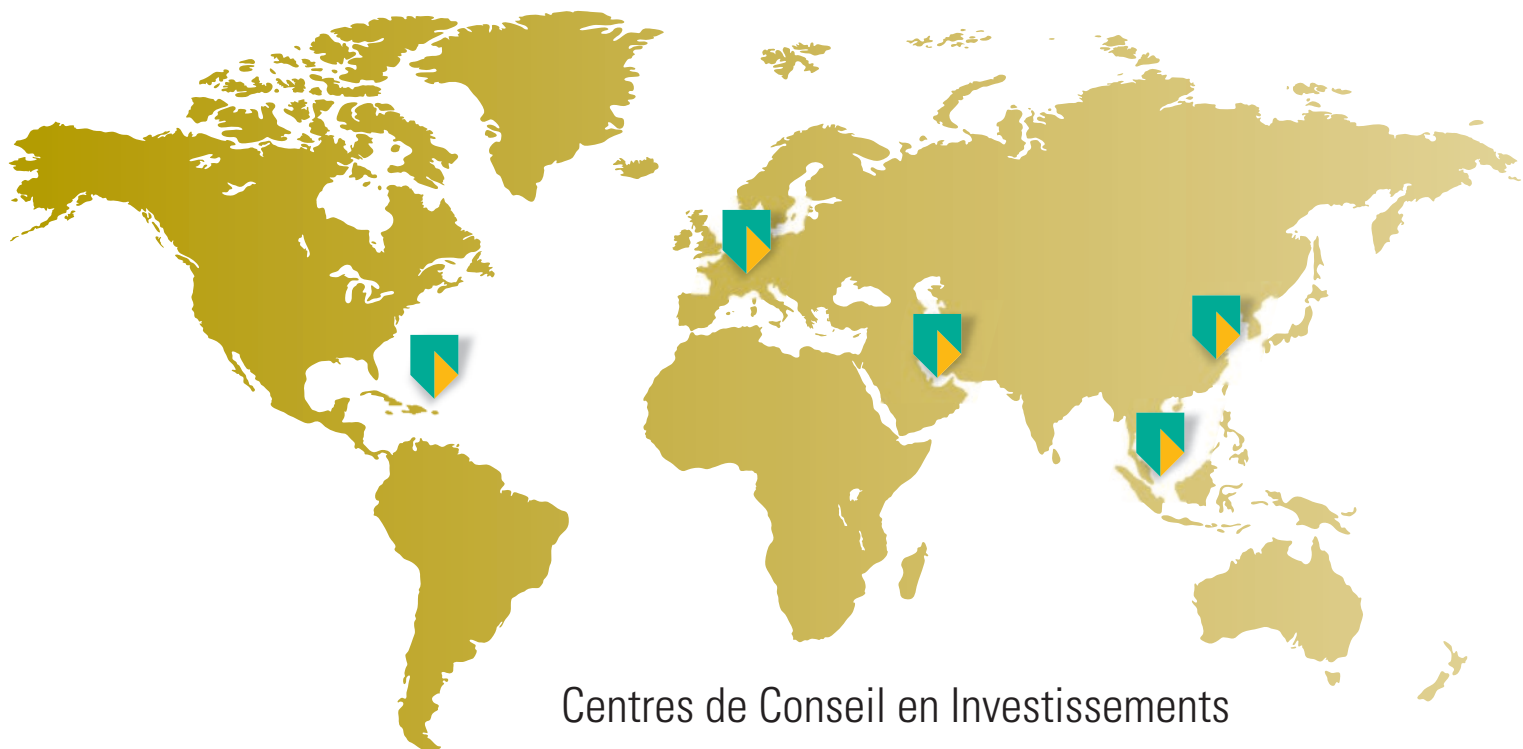
ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des indicateurs. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet d'amendements. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) des indicateurs. Les indicateurs ne constituent pas, à eux seuls, une recommandation relative à une société spécifique ni une offre d'achat ou de vente de placements. Il convient de noter que les indicateurs constituent une opinion relative à une période donnée sur la base de différentes considérations de durabilité. L'indicateur de durabilité n'est qu'une indication concernant la durabilité d'une société au sein de son propre secteur.

Publications d'entreprise

ABN AMRO peut détenir une part importante des actions ou un intérêt financier significatif dans la dette de cette société. ABN AMRO tient actuellement un marché pour les titres de cette société et procède par ailleurs à l'achat et à la vente des titres de cette société en qualité de mandant. ABN AMRO a perçu une rémunération pour ses services de banque d'investissement de la part de cette société ou ses filiales au cours des 12 derniers mois. Toute publication dans la présente fait référence à ABN AMRO et ses filiales, y compris ABN AMRO Incorporated, réglementée aux Etats-Unis par le NYSE, la NASD et la SIPC.

Publications personnelles

Les informations fournies dans la présente opinion ne sont pas destinées à servir de conseil en placement individuel ou de recommandation d'investissement dans certains produits de placement. L'opinion repose sur les analyses d'ABN AMRO IAC. Les analystes ne détiennent aucun intérêt personnel dans les sociétés évoquées dans la présente publication ; il n'existe, n'a existé et n'existera aucune relation directe ou indirecte entre leur rémunération pour ce travail et les recommandations et opinions spécifiques exprimées dans la présente publication.



Centres de Conseil en Investissements

Europe

ABN AMRO MeesPierson**Amsterdam**

Rico Fasel

rico.fasel@nl.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Anvers - Berchem**

Tom Van Hullebusch

tom.van.hullebusch@be.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Luxembourg**

Pascal Martis

pascal.martis@lu.abnamro.com

Bethmann Bank AG**Frankfort**

Michael Harms

michael.harms@bethmannbank.de

Banque Neufilize OBC S.A.**Paris**

Wilfrid Galand

wilfrid.galand@fr.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Jersey**

Chris Chambers

chris.chambers@uk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Guernsey**

Frank Moon

frank.moon@gg.abnamro.com

Moyen Orient

ABN AMRO Private Banking**Dubai (DIFC)**

Saaish Sukumaran

saaish.sukumaran@ae.abnamro.com

Asie

ABN AMRO Private Banking**Hong Kong**

William Tso

william.tso@hk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Singapore**

Pheabe Chau

pheabe.chau@sg.abnamro.com

les Caraïbes

MeesPierson Private Banking**Curaçao**

Edward Laurier

edward.laurier@meespierson.com



Les Centres de conseil en investissement s'appuient sur le travail de spécialistes en investissement qui sont à votre service pour vous conseiller et vous aider à prendre des décisions de placement. Ces spécialistes, assistés par une équipe d'analystes de recherche & stratégie, offrent une large couverture des marchés financiers les plus importants et des principales classes d'actifs, à savoir le change, les actions, les obligations et les placements alternatifs.

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des entités ci-dessus. Nous nous réjouissons de faire votre connaissance et espérons pouvoir vous être utile.

www.abnamroprivatebanking.com