



# Tenir le cap

Stratégie  
d'investissement

Perspectives pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2013



# Perspectives pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2013



*Didier Duret*

**Didier Duret**

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

mars 2013

## Tenir le cap

Après des années d'incertitudes, le paysage de l'investissement se normalise enfin. Les tensions quasi-systémiques que le monde a connues sont en train de refluer, permettant aux investisseurs de renouer avec les notions plus familières de « cycle » ou de « rotation d'actifs ». Une reprise économique plus franche se profile, même s'il reste du chemin avant la sortie du tunnel.

ABN AMRO estime qu'au deuxième trimestre, les investisseurs ne devront pas seulement gérer ces risques classiques, mais également se positionner de manière à pouvoir profiter de l'accélération prochaine de la dynamique économique. Par conséquent, il leur faudra s'intéresser davantage aux actions – sous réserve d'une minutieuse sélection sectorielle et géographique – et prendre leurs distances avec les obligations qui, en réaction aux ajustements délicats des politiques des banques centrales, pourraient voir leurs rendements augmenter.

Malgré la récente hausse des marchés d'actions, ABN AMRO pense qu'il existe un fossé considérable entre le consensus apparemment optimiste à l'égard des actions et la faiblesse de l'exposition aux marchés d'actions. Notre confiance est renforcée par la résistance croissante aux mauvaises nouvelles dont fait preuve le marché ; en outre, nous observons une corrélation positive entre la progression des marchés d'actions et le dollar US.

Ces différentes questions et bien d'autres sujets encore – notamment les stratégies alternatives que sont les hedge funds, l'immobilier et le capital investissement – font l'objet d'un examen détaillé par l'équipe Recherche et Stratégie d'ABN AMRO dans les pages suivantes, afin de vous aider à tenir le cap et 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 – Tenir le cap	2
Economie – les perspectives tiraillées entre des forces opposées	3
Chine : vers une révision majeure du modèle économique	4
Banques centrales : l'heure n'est pas encore à la stratégie de sortie	5
Perspectives du marché d'actions	6
Marchés d'actions – Asie émergente	7
Marchés d'actions – point sur les thèmes d'investissement	8
Marchés d'actions – combler l'écart de productivité dans le secteur manufacturier	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
Allocation d'actifs	18
Contributions	20

La présente publication ABN AMRO s'adresse à un public international. Les allocations d'actifs 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.

# Tenir le cap

Recherche et Stratégie

Didier Duret – Directeur des investissements

Au deuxième trimestre, le chemin vers la performance consistera, pour les investisseurs, à s'intéresser de nouveau aux actions et à s'exposer à l'accélération de la dynamique économique

La production industrielle mondiale a accéléré dernièrement et aux Etats-Unis, l'immobilier résidentiel a commencé à donner des signes de redressement, suscitant une nette reprise des actifs risqués à l'échelle mondiale. Cette même reprise pourrait toutefois laisser place à une correction au deuxième trimestre, causé par le risque politique, de moins bonnes nouvelles économiques ou des divergences entre les politiques de relance des banques centrales.

Nous recommandons cependant de tenir le cap en gérant les risques cycliques traditionnels, qui ont pris le pas sur les incertitudes systémiques. Pour les investisseurs, le meilleur chemin vers la performance ce trimestre consistera donc à prendre des profits avec les actifs obligataires « refuges » aux prix élevés au profit des actions. Celles-ci, sous réserve d'une sélection précise et minutieuse, permettent en effet aux investisseurs de se positionner sur l'accélération de la dynamique économique attendue cette année.

## Principales tendances : des courants contraires qui masquent l'amélioration progressive du climat des affaires

- **La dynamique économique mondiale va s'accélérer**, les Etats-Unis sont les moteurs pour l'économie mondiale tirée par la consommation des ménages et les investissements privés. Au sortir de la Grande Récession, l'économie mondiale accuse moins de déséquilibres qu'il y a quelques années, malgré l'ampleur des ajustements budgétaires entrepris.
- **La concurrence à laquelle se livrent les banques centrales** vise à relancer les économies locales et non à engager une guerre des monnaies. Les divergences des politiques de taux de change reflètent la différence des objectifs poursuivis – l'emploi aux Etats-Unis, l'inflation au Japon et en Europe, le contrôle quantitatif en Chine.
- **Les banques centrales préféreront normaliser progressivement leur politique hyper-accommodante**, plutôt que d'y mettre fin brutalement. L'évolution des marchés reflètera probablement leurs anticipations fluctuantes en la matière, ce qui devrait inciter les investisseurs à la prudence en matière obligataire.

## Principaux défis : distinguer la vraie reprise du feu de paille

- **Le cycle court de reconstitution des stocks** doit laisser place à une plus vaste demande. La difficulté pour les responsables politique est de recréer les conditions propices à une reprise durable des investissements des entreprises, lesquelles ont accumulé de la trésorerie et reporté leurs projets.
- **La dépréciation du yen** complique la tâche de la Banque centrale européenne (BCE). La cherté persistante de l'euro continue de freiner tout effort visant à soutenir les exportations

et à sortir les économies en récession de la zone euro.

- **Dans leur quête de rendement, les investisseurs devraient éviter les obligations à échéance longue et tout risque de crédit excessif** — s'agissant des obligations, une sélection rigoureuse est capitale.

## Principales opportunités : surpondérer les actions et veiller à la diversification

- **Les cours des actions présentent un potentiel d'appréciation** et les corrections offriront des opportunités d'entrer sur le marché. Il existe un fossé considérable entre le consensus optimiste apparent à l'égard des actions et la (faible) exposition effective des fonds de pension et investisseurs individuels à ces marchés.
- **La sous-performance récente des marchés asiatiques émergents et du Brésil** a renforcé leur attrait relatif par rapport aux marchés développés.
- **Un boulevard de diversification s'ouvre au sein des valeurs de croissance** liées à notre thème « Comblent l'écart de productivité dans le secteur manufacturier » et aux valeurs des technologies de l'information afférentes, par rapport aux actions à dividende élevé qui ont surperformé ces 18 derniers mois.
- **Une sélection de hedge funds** peut stabiliser les performances au sein d'un portefeuille et fournir une protection contre une hausse des rendements obligataires.
- **L'immobilier US est une source de revenus** et un moyen de s'exposer à la généralisation de la reprise.
- **Les monnaies émergentes** pourraient bien profiter du redressement du commerce mondial. L'USD devrait s'apprécier dans la perspective de la reprise aux Etats-Unis.





# Economie : les perspectives sont tiraillées entre des forces opposées

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

**Les perspectives économiques mondiales pour le reste de l'année et au-delà dépendront de l'évolution de plusieurs dynamiques qui s'opposent entre elles. Si cette situation est synonyme de risque, nous pensons que l'économie mondiale sera globalement bien orientée cette année.**

Parmi les tendances positives figure l'assainissement des bilans privés aux Etats-Unis, qui est en bonne voie. La situation financière des ménages et celle des banques est bien meilleure aujourd'hui. Le processus de désendettement des banques est sans doute pour l'essentiel achevé, ce qui permettra aux établissements financiers d'assouplir quelque peu leurs conditions de crédit lorsque l'environnement économique sera plus propice. Les finances des ménages ont également été assainies via le remboursement des dettes, les défauts de paiement et l'augmentation des prix des actifs. Les ménages semblent en mesure d'augmenter leurs dépenses parallèlement à la croissance de leurs revenus. Le marché de l'immobilier résidentiel américain repart manifestement et devrait apporter une contribution importante à la reprise économique au cours des trimestres à venir. Les entreprises américaines semblent depuis quelque temps plus disposées à accroître leurs investissements.

Un autre facteur positif tient à la réaction du marché financier, en Europe, au cocktail composé des réformes de la gouvernance dans la zone euro, des progrès des réformes structurelles, des ajustements budgétaires et de l'engagement en juillet dernier de Mario Draghi, le président de la BCE, à « faire tout ce qui serait nécessaire » pour préserver l'euro. L'apaisement des tensions qui a ensuivi sur les marchés financiers devrait permettre d'enclencher une dynamique vertueuse, la baisse des coûts d'emprunts favorisant la croissance et rendant moins douloureux le processus d'ajustement budgétaire. En outre, le ralentissement de l'inflation en Europe devrait soutenir le pouvoir d'achat réel cette année. Enfin, l'atterrissage brutal de l'économie chinoise tant redouté l'an dernier ne s'est finalement pas produit et les économies émergentes devraient globalement connaître une croissance stable, voire en légère hausse, cette année. Après cinq ans de crise à l'échelle planétaire, un réservoir suffisant de demande

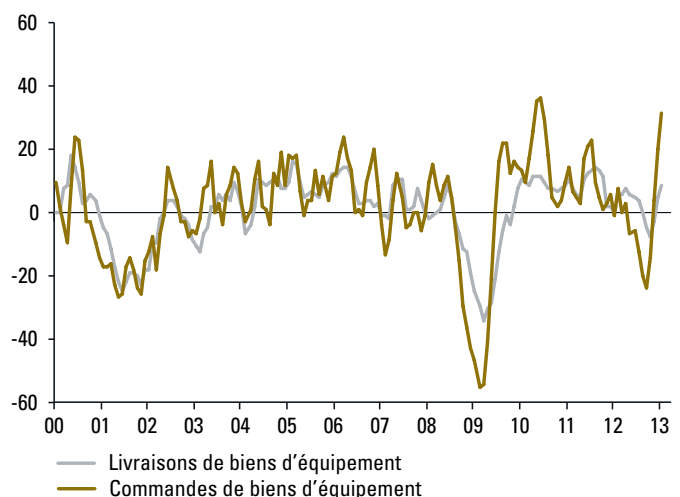
insatisfaite devrait s'être constitué et donner lieu d'ici peu à de bonnes surprises en termes de croissance mondiale.

Pour autant, il reste des ombres au tableau. D'abord, le blocage politique et l'ampleur du tour de vis budgétaire aux Etats-Unis constitueront un frein à la croissance américaine et risquent de saper la confiance. Ensuite, la crise de l'euro est loin d'être terminée. La lassitude à l'égard de l'austérité et les incertitudes politiques sont susceptibles de créer des tensions à tout moment. Les économies émergentes risquent d'être affectées si l'évolution des cours des matières premières s'avère moins favorable que prévu.

## Un tableau globalement positif

Dans l'ensemble, nous pensons que les facteurs positifs l'emporteront sur les points négatifs, d'autant plus que les banques centrales sont prêtes à fournir le soutien nécessaire. La reprise économique mondiale devrait peu à peu faire tache d'huile et la demande de biens d'équipement devrait enfin décoller hors des Etats-Unis cette année (voir l'illustration), jetant les bases d'une croissance plus solide en 2014.

**Etats-Unis : commandes et livraison de biens d'équipement  
(%, en glissement annuel)**



Source : Etudes économiques du Groupe ABN AMRO

# Chine : vers une révision majeure du modèle économique

Aux alentours de 5 % en 2012, la croissance économique des marchés émergents demeure supérieure à celle des économies développées - même si elle a ralenti dans la plupart d'entre eux du fait du fléchissement mondial de l'activité. En Asie, par exemple, le PIB des pays émergents avait augmenté de près de 9 % en 2010 et en 2011; l'an dernier, sa croissance a décéléré à 6,5 % environ. En Chine, un atterrissage brutal a même été redouté à plusieurs reprises en 2012 même si, en définitive, la croissance chinoise a atteint le taux de 7,8 % dans un contexte de ralentissement mondial.

## Stabilisation de la croissance économique

En décembre 2012, la Chine – deuxième économie mondiale en termes de PIB – est devenue la première puissance commerciale mondiale devant les Etats-Unis ; elle reste le premier détenteur étranger de dette américaine. Les responsables politiques chinois entendent cependant, promouvoir la consommation intérieure et réduire la dépendance du pays aux investissements et aux exportations pour rééquilibrer l'économie nationale ; ils semblent donc viser désormais la stabilisation plutôt que l'accélération de la croissance. A seulement 35 % du PIB (voir le graphique), la consommation figure parmi les plus faibles d'Asie. Cette transition qui doit voir la Chine passer du « miracle économique » à la « nouvelle norme » ne se fera pas sans heurts, ni du jour au lendemain.

Le douzième Plan quinquennal chinois, annoncé en 2011, définit les premières mesures à prendre pour atteindre cet objectif. Développer la consommation requiert la mise en œuvre de réformes visant à libérer l'épargne et soutenir les revenus des ménages. Il s'agira notamment d'accroître l'accès, aux services financiers et d'améliorer le système de sécurité sociale, tout en assurant une augmentation de la rémunération des dépôts des ménages. Parallèlement, les réformes sociales et urbaines devront être accélérées et de nouvelles mesures devront être prises pour libéraliser les flux de capitaux afin d'engager l'internationalisation du yuan.

## Des objectifs à plus long terme qu'un plan quinquennal

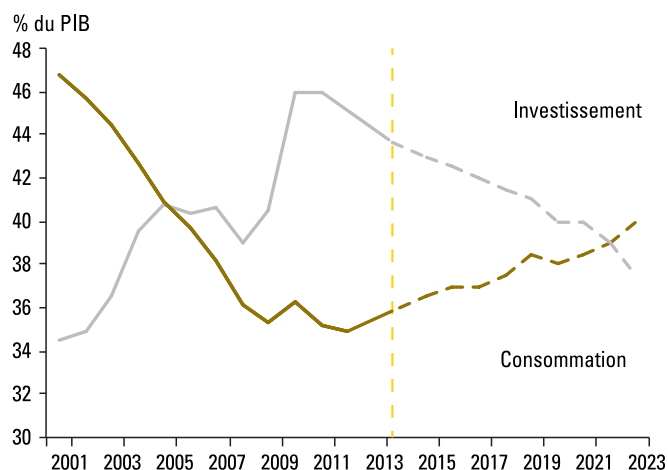
L'an dernier, des signes d'un rééquilibrage de l'économie au profit de la consommation privée ont été observés – au cours du ralentissement de 2012, les autorités ont fait preuve de prudence en matière de soutien à la croissance, contrairement à la période 2009-2010, durant laquelle elles avaient décidé de grands investissements visant à relancer

l'activité. Cette fois-ci, les investissements se sont concentrés en début de période et l'assouplissement monétaire a été plus limité, tandis que le marché immobilier est de plus en plus strictement encadré. Des progrès ont aussi été accomplis dans la libéralisation des taux d'intérêt et nous anticipons de nouvelles initiatives cette année.

Les nouvelles réformes urbaines, qui incluent des systèmes d'enregistrement des migrants, jouent un rôle capital dans le développement de la consommation mais ne sont encore qu'en phase de planification. En outre, un « plan de redistribution des revenus » datant de février 2013 prévoit la mise en œuvre de réformes radicales visant à réduire les inégalités de revenu, même si le détail en est encore flou.

Quoiqu'il en soit, les autorités semblent clairement orientées à promouvoir la demande intérieure et une croissance plus viable du PIB, de 8 % en moyenne sur les deux ans à venir. Plusieurs autres économies asiatiques, comme Singapour, la Corée du Sud et Taïwan, ont réussi à passer d'un modèle économique fondé sur l'investissement à une croissance tirée par la consommation. A la lumière de leur succès, il nous semble que les réformes structurelles et l'approche privilégiant un rééquilibrage progressif constituent la bonne méthode pour mener à bien ce projet de longue haleine.

## Rééquilibrage du modèle économique chinois



Source : Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO

# Banques centrales : l'heure n'est pas encore à la stratégie de sortie

**Etudes économiques du Groupe**

Nick Kounis – Responsable de la recherche macroéconomique

Choisir le bon moment sera la clé du succès

## Les marchés financiers craignent un arrêt des politiques de relance monétaires

Les politiques monétaires des économies développées sont ultra-accommodantes. Les taux directeurs effectifs sont nuls et les banques centrales ont très fortement augmenté leurs bilans. L'un des principaux moyens de stimuler l'économie consiste, dans le cadre de ces politiques, à soutenir les marchés d'actifs. Les programmes d'achats d'actifs ont contribué à ramener les taux d'intérêt à long terme à des niveaux historiquement bas, tout en dopant les prix des actifs risqués. Le début d'embellie économique s'est accompagné, sur les marchés financiers, de craintes de voir les banques centrales mettre fin à la relance monétaire.

## Le mirage du « déficit démocratique »

La Réserve fédérale n'est pas une démocratie. La publication, le mois dernier, du compte-rendu de la réunion de janvier du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) n'en a pas moins semé le trouble sur les marchés. Les investisseurs ont en effet vu dans les discussions du FOMC le signal d'un ralentissement prochain des achats d'actifs de la Fed (les propos de plusieurs membres du comité étant allés en ce sens). Néanmoins, le FOMC ne fonctionne pas comme un système démocratique et les décisions incombent au final au président de la Fed, Ben Bernanke. Or, ce dernier entend maintenir les mesures de relance monétaire, comme en témoigne sa récente audition au Congrès. Cette approche est sensée car il ne serait pas logique du point de vue de la banque centrale de mettre en péril la reprise à ce stade, compte tenu de tous les efforts qu'elle a déployés jusqu'ici.

## L'inflation de la zone euro est appelée à rester faible

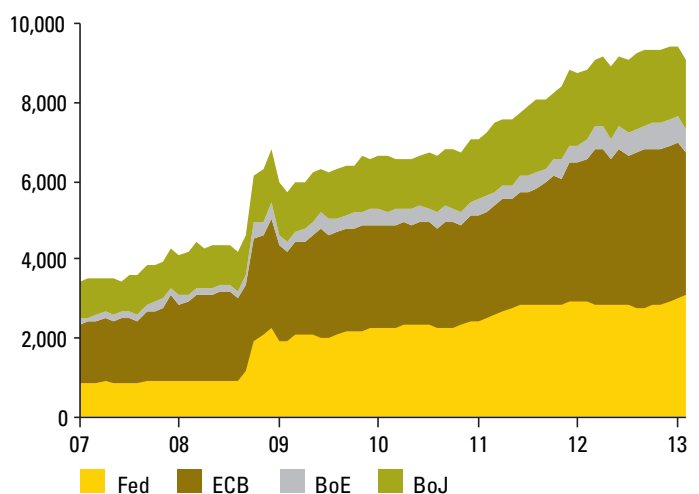
Les marchés ont également spéculé sur une inflexion de la politique monétaire de la BCE. Les anticipations des taux d'intérêt à court terme ont augmenté et l'idée d'un relèvement des taux a même circulé. Ces spéculations se sont toutefois révélées infondées. L'inflation étant appelée à tomber à des niveaux bien inférieurs à l'objectif de stabilité des prix que se fixe la BCE, et compte tenu des risques pesant sur la reprise, la politique monétaire devrait rester accommodante. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre envisage d'autres mesures de soutien en raison de la menace d'une nouvelle récession ; au Japon, le changement de gouverneur à la tête de la banque centrale est annonciateur d'un assouplissement monétaire bien plus prononcé encore, visant à rompre avec la déflation.

## Sortir par la grande porte

Dans ce contexte, aucune des grandes banques centrales n'envisage actuellement de mettre fin à sa politique accommodante. Quant à la « guerre des changes », il apparaît qu'en fait les banques centrales tentent de réaliser leurs objectifs respectifs plutôt que de dévaluer leurs monnaies. Bien entendu, ces objectifs justifieront, à un moment donné, qu'il soit mis fin à la relance monétaire. Nous pensons que la Fed sera la première à prendre cette initiative et que la cadence de ses achats d'actifs ralentira au début de l'année prochaine. D'ici l'automne 2014, le chômage sera probablement descendu sous le seuil des 6,5 % que s'est fixé la Fed ; elle pourrait alors commencer à relever ses taux début 2015.

Concernant la BCE, nous pensons qu'elle laissera ses taux d'intérêt inchangés cette année de même que l'an prochain, mais début 2015, les prêts qu'elle a accordés dans le cadre des LTRO à trois ans – et qui expliqueront en grande partie l'augmentation de son bilan – arriveront à échéance. A l'exception probable du Japon, 2015 pourrait donc être l'année marquant la mise en œuvre d'une stratégie de sortie. Le point positif est que si les banques centrales envisagent de revenir sur leurs politiques de relance, elles y auront probablement été incitées par une nette amélioration des perspectives économiques.

**Augmentation cumulée des bilans des grandes banques centrales en milliards de dollars US**



Source : Etudes économiques du Groupe ABN AMRO, Thomson Reuters Datastream

# Perspectives du marché d'actions

Trouver la bonne voie

Pour les investisseurs, la bonne nouvelle est que les risques systémiques ont nettement régressé, notamment en Europe, grâce aux mesures prises par la BCE. L'exposition aux actions sera davantage déterminée par les risques cycliques classiques que par les incertitudes extrêmes qui ont caractérisé les dernières années. L'investisseur aura pour feuille de route de partir à la découverte du nouveau monde des actions et de tenir le cap de la surpondération, en dépit des risques baissiers susceptibles d'affecter ponctuellement le sentiment du marché.

## Bénéfices et valorisations soutiennent l'investissement en actions

Inférieure à la tendance, la croissance du PIB mondial a abouti à une stagnation de la croissance bénéficiaire en 2012, une évolution toutefois sans surprise, les prévisions de résultats ayant été fortement revues à la baisse. En réalité, aux Etats-Unis, les résultats cumulés du quatrième trimestre 2012 sont ressortis 5 % supérieurs aux estimations. Nous pensons que le rythme de croissance poussif du premier trimestre 2013 est déjà largement intégré. Nous anticipons une amélioration de l'économie mondiale tout au long de 2013 et, parallèlement, une nouvelle accélération de la tendance bénéficiaire au second semestre.

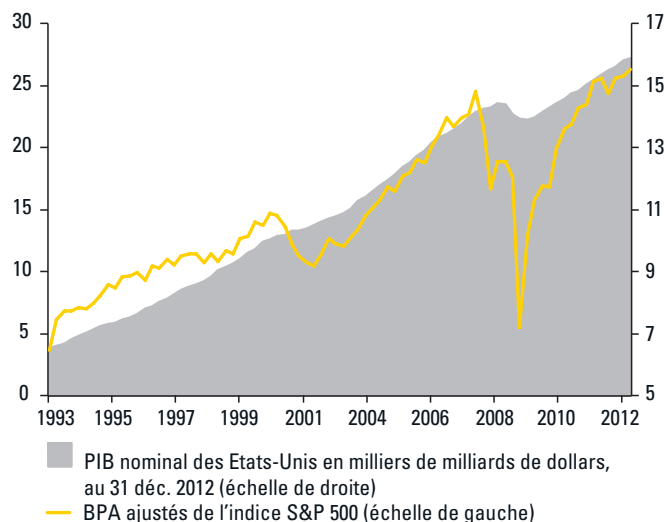
Les valorisations des actions restent séduisantes et la liquidité des marchés demeure élevée, à un moment où le potentiel de performance des investissements en obligations diminue. Les primes de risques des actions par rapport aux placements monétaires et à la dette souveraine restent fortes (supérieure à 5 %). En termes absolus, les multiples de résultats sont conformes aux moyennes historiques.

## Maintenir l'exposition cyclique

La décote de valorisation de l'Europe par rapport au reste du monde s'est en partie résorbée, c'est pourquoi nous avons quasiment clos notre surpondération active de l'Europe par rapport à la sous-pondération des marchés américains.

Nous continuons de surpondérer les marchés émergents. Du point de vue sectoriel, nous maintenons notre exposition cyclique en surpondérant l'industrie, conformément à notre thème « Comblant l'écart de productivité dans le secteur manufacturier », qui s'inscrit dans le prolongement de la problématique abordée au trimestre dernier. Nous conservons notre surpondération du secteur défensif de la santé, qui enregistre des performances solides. Si nous maintenons par ailleurs notre sous-pondération des autres secteurs défensifs (les télécommunications et les services aux collectivités), nous avons augmenté notre exposition aux biens de consommation de base, sur lesquels nous avons désormais une pondération neutre. Nous avons récemment abaissé le secteur de l'énergie à une pondération neutre en raison de l'évolution structurelle de l'offre pétrolière.

Bénéfices par actions par rapport au PIB nominal des Etats-Unis



Source : Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Nos recommandations
<b>Actions :</b> <b>Surpondération</b>	<p>La reprise économique aux Etats-Unis soutient la croissance mondiale et les résultats du S2 2013</p> <p>Un nouveau redressement des résultats est attendu en Asie, en particulier en Chine et dans d'autres marchés émergents.</p> <p>Les thèmes d'investissement mettent l'accent sur la solidité des bilans, ce qui permet d'augmenter les investissements des entreprises et de stimuler la rentabilité</p>	<p>Grandes valeurs industrielles aux Etats-Unis, et dans l'Union européenne ; fournisseurs de taille moyenne</p> <p>Exposition directe ou indirecte aux marchés émergents</p> <p>Entreprises très efficaces dotées d'une base de coûts compétitive, conformes au thème « Les Maîtres du savoir-faire industriel et de la productivité ». Exposition sélective aux technologies de l'information (entreprises soutenant le processus manufacturier).</p>



# Marchés d'actions – Asie émergente

Une opportunité cyclique

Recherche & Stratégie

Daphne Roth – Responsable des actions asiatiques

Les marchés d'actions émergents présentent plusieurs points forts, reflets de la capacité de certains pays asiatiques à entretenir leur compétitivité et augmenter leur productivité, à adopter des réformes économiques et sociales et mener des politiques visant à éviter les excès du cycle du crédit.

L'amélioration conjoncturelle à moyen terme aux Etats-Unis et la transition économique en Chine pourraient permettre une reprise cyclique des exportateurs asiatiques.

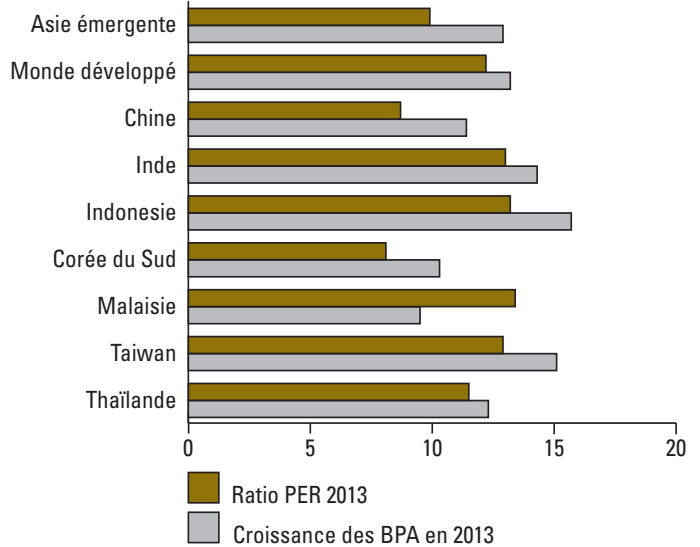
La faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités ont facilité le financement des projets d'infrastructures et des entreprises. Ces liquidités ont en partie été orientées vers le marché immobilier résidentiel de première catégorie en Chine.

Les primes de risque sur les actions ont régressé en raison de la diminution des risques systémiques extrêmes et de l'amélioration de l'environnement de croissance. La baisse des taux d'emprunt, qui réduit la charge d'intérêt et fournit une protection contre la hausse des coûts opérationnels, a également contribué au recul des primes de risque sur les actions.

La rentabilité des entreprises sur les marchés émergents s'est nettement dégradée ces 18 derniers mois mais devrait se redresser parallèlement à la reprise mondiale. Par conséquent, les révisions à la baisse des bénéfices ralentissent et les bénéfices eux-mêmes devraient connaître une accélération cette année. En fait, les deux secteurs les plus importants en Asie – finance et technologies de l'information – devraient annoncer des révisions à la hausse de leurs bénéfices nets.

La dépréciation du yen (JPY) pourrait entraîner des

## Les marchés émergents ont du retard à rattraper



Source : Bloomberg

dévalorisations compétitives de monnaies émergentes mais les pays émergents ne prendront des mesures fortes que si leurs exportations sont pénalisées par le recul du yen.

Les marchés émergents d'Asie affichent des décotes de valorisation par rapport au monde développé (voir le graphique). Par ailleurs, les politiques régionales resteront source de préoccupation pour les marchés et pèseront indirectement sur les perspectives de résultats pour 2013 et 2014 car les élections auront un impact sur l'évolution économique.

Région	Opinion fondamentale	Nos recommandations
Marchés émergents - Asie <b>Surpondérer</b>	<p>La croissance mondiale se normalise, les primes de risque diminuent – bénéfices et flux de trésorerie devraient donc s'améliorer</p> <p>La Chine a pris des mesures de restriction précoces ; risque d'accroissement des incertitudes à court terme</p> <p>La croissance des bénéfices par action en Asie est estimée à 12,9 % en 2013. La Chine et la Corée du Sud présentent de fortes décotes de valorisation (8,7x et 8,1x les résultats attendus en 2013)</p>	<p>Surpondération des marchés asiatiques émergents</p> <p>Miser sur le potentiel d'appréciation et le risque via le marché chinois</p> <p>Jouer la qualité et les valeurs défensives via les marchés thaïlandais et indonésien</p> <p>Taiwan fait désormais l'objet d'une pondération neutre en tant qu'instrument d'exposition à la reprise économique mondiale et à la baisse des incertitudes économiques</p> <p>Concernant la Malaisie et l'Inde, nous passons d'une pondération neutre à une sous-pondération</p>

# Marché d'actions – point sur les thèmes d'investissement

Prolongement de notre thème précédent « Les maîtres du savoir-faire industriel et de la productivité », notre nouvelle problématique (voir page suivante) s'inscrit parfaitement dans le cadre de notre portefeuille de thèmes actuels. La poursuite de l'industrialisation à l'échelle mondiale, de même

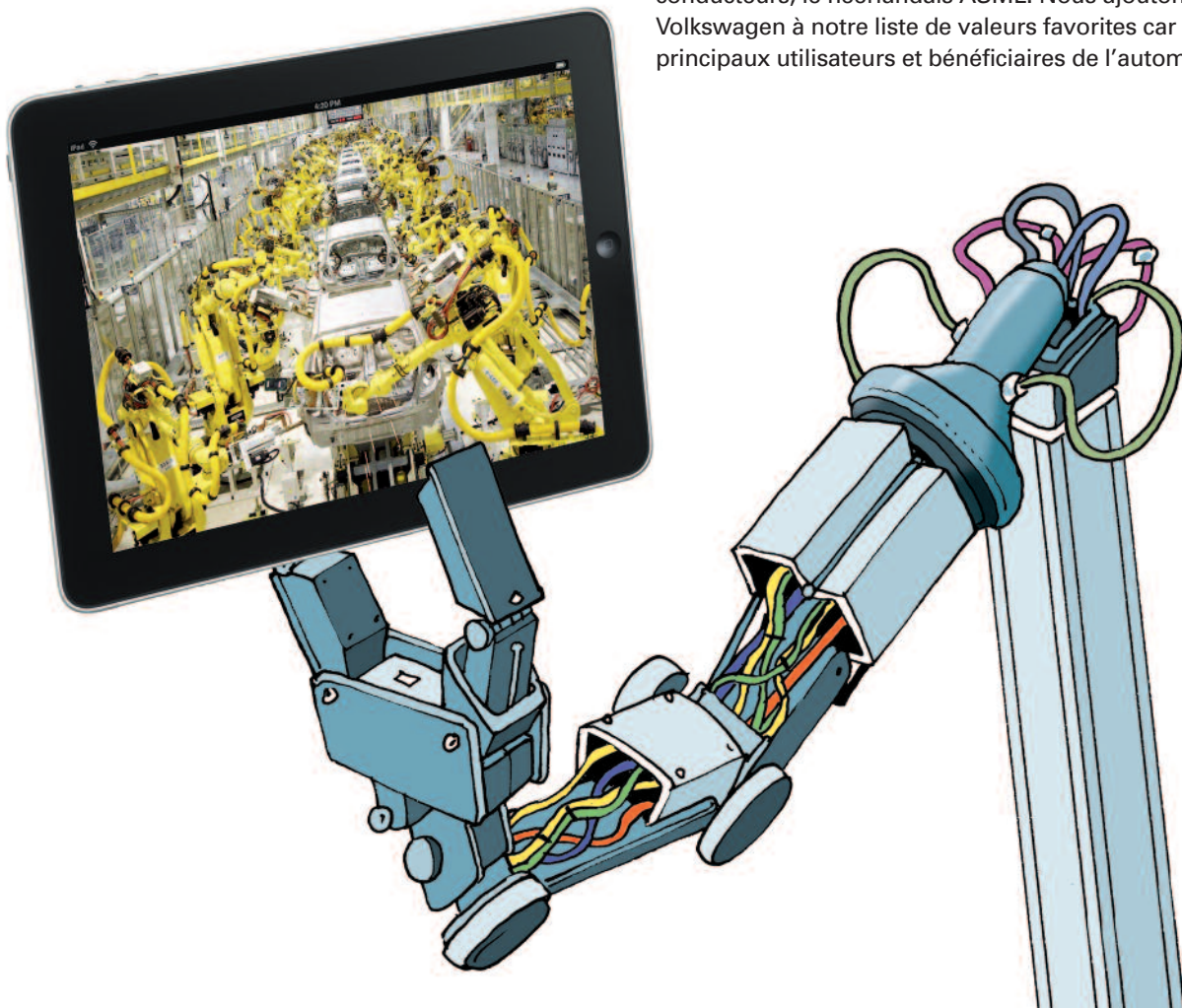
que la progression des économies à croissance rapide (Chine en particulier) le long de la chaîne de valeur et la hausse des salaires qui s'ensuit, font de l'automatisation, du contrôle qualité et de la rationalisation du processus de production les principaux domaines d'investissement des entreprises.

Thème	Lancement	Argumentaire d'investissement	Principales valeurs	Rec. thématiques
<b>Nouveaux services</b>	T3-08	Avec le développement des échanges mondiaux, les besoins en matière de transport, de stockage et d'inspection des marchandises augmentent	Vopak, SGS, Intertek, Berkshire Hathaway	Achat
<b>Grandes capitalisations</b>	T4-09	Les investisseurs privilégient les grandes entreprises qui peuvent s'implanter sur les marchés émergents pour devenir des acteurs mondiaux	Samsung Electr., HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Walmart	Achat
<b>Consommation émergente</b>	T2-10	Les besoins des consommateurs émergents évoluent et augmentent (cf. pyramide de Marslow)	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential, Intertek	Achat fort
<b>Perles européennes</b>	T3-10	Les grandes marques européennes sont plébiscitées par les classes moyennes, sur fond de dépréciation de l'euro	BASF, DSM, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Intertek, Sanofi, Siemens	Achat
<b>Prime à la qualité</b>	T4-10	Avec la progression de la production émergente dans la chaîne de valeur et l'augmentation des échanges mondiaux, le besoin de normes de qualité mondiales et de réglementations sur l'environnement et la sécurité augmente	Mead Johnson, Bureau Veritas, Thermo Fisher, Symrise, Vopak, Fresenius, DSM, Keppel Corp.	Achat
<b>Fusions/acquisitions</b>	T2-11	Les entreprises ont des trésoreries abondantes. L'intégration verticale et les problèmes de pénurie conduisent à de nouvelles acquisitions	Mead Johnson, Mosaic, GEA Symrise, Starbucks, Actelion, Macarthur Coal, Qiagen	Achat
<b>Pouvoir de fixation des prix</b>	T3-11	En période d'austérité, le pouvoir de fixation des prix est un atout majeur qui permet aux entreprises de maintenir leurs marges et d'assurer leur croissance bénéficiaire à long terme	Apple, Philip Morris, Allergan, Lanxess, Coca-Cola, Nestle, Reckitt Benckiser, Starbucks	Achat
<b>Dividendes de qualité</b>	T4-11	Dans un environnement d'incertitude et de taux bas, les investisseurs privilégient les valeurs qui versent un dividende, source de rendement stable	BASF, DSM, Philip Morris, Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestlé, Bristol Myers, SingTel, Vodafone	Achat
<b>Plein gaz !</b>	T2-12	La révolution des gaz de schiste aux Etats-Unis aura un impact important sur diverses entreprises	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Achat fort
<b>Solutions biologiques</b>	T4-12	Les nouveaux modes de production biologiques fournissent des alternatives au pétrole et aux produits pharmaceutiques	Ecolab, Actelion, Agrium, Amgen, BASF, Biogen, Celgene, DSM, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Achat fort
<b>Les maîtres du savoir-faire industriel et de la productivité</b>	T1-13	L'automatisation de la production est une nécessité : les entreprises doivent combler leurs écarts de productivité pour rester compétitives sur le marché mondial	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, Bureau Veritas, EMC, Hyundai, Intertek, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Achat fort

# Actions – combler l'écart de productivité dans le secteur manufacturier

Dans notre précédente édition des Perspectives trimestrielles, nous introduisons le thème des « Maîtres du savoir-faire industriel et de la productivité » du secteur manufacturier des entreprises des économies à croissance rapide et avancées augmentant leurs investissements en termes d'automatisation. L'argumentaire en faveur de ce thème est opportun : le redressement cyclique actuellement observé aux Etats-Unis, en Allemagne et en Chine coïncide avec la nécessité, pour les producteurs des pays émergents, d'investir massivement dans la robotique et la mécanique en remplacement d'une main d'œuvre dont le coût augmente. Cette transition est une nécessité : l'écart de productivité avec les économies avancées est vaste et est un enjeu de compétitivité.

Le thème « Maîtres du savoir-faire industriel et de la productivité » évoquait les investissements en matériels (robots, équipements électroniques et machines) ; nous y ajoutons à présent le spécialiste allemand des machines-outils Gildemeister et le géant de l'électronique General Electric. Les logiciels et systèmes sont concernés eux aussi bien sûr. En la matière, les concepteurs de systèmes de design et de fabrication assistés par ordinateur, et les spécialistes des logiciels d'optimisation des processus métiers comme Oracle, rencontrent une importante demande. L'information et la communication font de plus en plus appel aux dispositifs mobiles tels que les tablettes et smartphones fabriqués par Apple, via les réseaux développés par Cisco. La nouvelle génération de puces dont sont équipés ces appareils est développée en coopération avec le leader de la fabrication de machines pour le secteur des semi-conducteurs, le néerlandais ASML. Nous ajoutons Volkswagen à notre liste de valeurs favorites car il est l'un des principaux utilisateurs et bénéficiaires de l'automatisation.





# Perspectives du marché obligataire

Le risque de hausse des taux à long terme assombrit les perspectives des obligations

Les politiques de la Réserve fédérale et de la BCE consistant à inonder le marché de liquidités et à maintenir les taux de référence à des niveaux bas auront nécessairement une fin. La faiblesse historique des rendements des obligations d'Etat à long terme s'est traduite par une solide performance des portefeuilles obligataires. En outre, les rendements réels étant devenus négatifs, nombre d'investisseurs ont été tentés d'allonger l'échéance de leurs portefeuilles en vue d'obtenir de meilleurs rendements. Cependant, les taux obligataires à long terme ont entamé une tendance à la hausse ces derniers mois, ce qui nuit aux prix des obligations (voir le graphique).

Même si les banques centrales conserveront probablement de faibles taux d'intérêt à court terme, l'évolution des taux des obligations d'Etat à long terme est fonction du marché plus que des politiques monétaires. Les marchés anticiperont les changements de politiques, ce qui se traduira par un mouvement de vente entraînant une hausse des taux de référence. Compte tenu de l'amélioration récente des perspectives de croissance aux Etats-Unis, les bons du Trésor américains pourraient être les premiers à suivre ce mouvement – les données parues ces six derniers mois semblent d'ailleurs montrer que ce processus a commencé et les portefeuilles d'obligations de catégorie « investment grade » en dollar ont signé une performance négative en janvier 2013 comparable aux obligations d'état.

## Raccourcir la durée, une stratégie de défense

Pour éviter de voir leurs gains des deux dernières années progressivement effacés par la hausse des taux obligataires, nous recommandons aux investisseurs de prendre leurs bénéfices sur les maturités longues et de raccourcir la durée moyenne de leurs portefeuilles obligataires à cinq

ans au maximum. Si personne ne peut prévoir exactement le moment où les taux augmenteront, cette hausse est inéluctable. Bien que les primes de risque de crédit paraissent encore élevées par rapport à leur moyenne historique, les rendements sont effectivement bas du fait de l'extrême faiblesse des taux de référence.

Dans cet environnement, la détention à obligations d'échéance longue n'offre guère de potentiel – un nouveau resserrement des primes de risque est peu probable – tandis que le risque baissier est considérable compte tenu des pertes en capital qu'entraîne une augmentation des taux à long terme. Il est fortement conseillé aux investisseurs de raccourcir leur durée et ce, sans tarder.

### Les rendements des bons du Trésor américain à 10 et 30 ans donnent l'alerte



Source : Bloomberg

Classe d'actifs : sous-pondérée	Opinion fondamentale	Motifs	Nos recommandations
Etat : <b>Sous-pondérer</b>	Faiblesse historique des rendements rend médiocre les perspectives de performance	Les rendements réels des obligations gouvernementales sont négatifs	Raccourcir la durée des portefeuilles obligataires par la vente d'obligations longues
Entreprises : <b>Surpondérer</b>	Les bons du Trésor américain à échéances longues seront les premiers à subir le mouvement de vente. Le faible endettement et l'ampleur des liquidités renforcent les bilans des entreprises. Les fondamentaux du crédit sont soutenus par un retour progressif de la reprise mondiale	Les investisseurs redoutant les pertes issues de la hausse des taux peuvent solder leurs positions. Les taux de défaut des entreprises atteignent un point bas. Les relèvements des notes de crédit des marchés émergents soutiendront la performance des obligations émergentes	Opportunités sélective sur la dette souveraines et d'entreprises en Espagne et Italie  Acheter des obligations d'entreprise à haut rendement et certaines obligations d'entreprises émergentes

# Allocation du portefeuille obligataire

Tirer parti de la faiblesse des rendements

## Recherche & Stratégie

Roel Barnhoorn - Responsable de la thématique d'investissement obligataire  
Stephen Evans – Responsable mondial de la recherche obligataire

### La faiblesse des rendements présente des dangers

Investir dans les obligations lorsque les rendements sont ultra-bas présente des dangers. Comme les taux des emprunts souverains de qualité sont à des plus-bas historiques, il semble raisonnable de continuer à sous-ponder ces obligations. Nombre d'investisseurs en quête de rendement sont tentés par les obligations d'échéances longues. Si cette stratégie a pu être fructueuse durant les deux dernières années, elle a atteint ses limites. Notre stratégie globale consiste donc à maintenir une durée moyenne courte et à optimiser le rendement en prenant des risques calculés dans le crédit, sur la partie la plus courte de la courbe. Selon nous, la meilleure approche est donc de viser un équilibre entre les meilleures obligations de catégorie investment grade, les obligations d'entreprises notées BBB et une exposition sélective au haut rendement dans les marchés développés et émergents.

### Profiter des opportunités offertes par les obligations d'Etat de la périphérie de la zone euro

La clarification, l'an dernier, du rôle de la BCE dans la stabilisation de la crise de la dette souveraine a entraîné une baisse des rendements des obligations des Etats périphériques comme l'Espagne ou l'Italie. Nous continuons de penser que les gouvernements de la zone euro notés BBB offrent des opportunités de rendement et nous recommandons aux investisseurs d'acquiescer une exposition à ces pays. Nous estimons que la croissance va rester poussive dans la majeure partie de la zone euro. Néanmoins, à notre avis, le pire de la crise est passé et les risques d'un effondrement de la zone euro ont largement reflué. Au sein du crédit de catégorie investment grade, nous recommandons un raccourcissement de la durée et des prises de bénéfices sur les obligations à échéance longue. Les obligations d'entreprises des pays périphériques (Espagne, Italie) présentent de meilleures opportunités de rendement et nous continuons d'apprécier les télécommunications et services aux collectivités.

### Nous continuons de surpondérer le risque de crédit

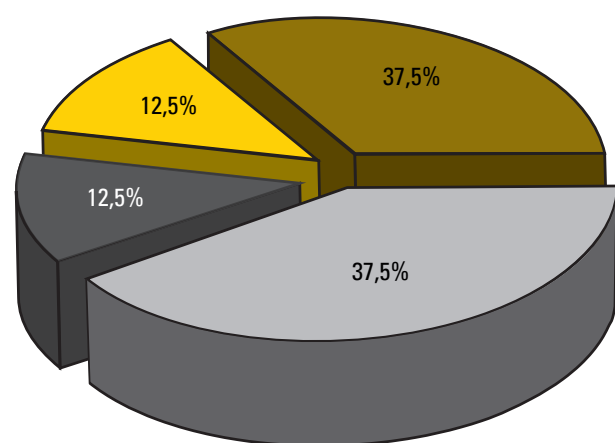
La quête de rendement dans laquelle sont lancés les investisseurs obligataires a conduit nombre d'entre eux à descendre davantage sur la qualité du crédit pour améliorer le rendement de leurs portefeuilles. Le haut rendement est assurément beaucoup plus rémunérateur que le segment investment grade. Toutefois, la compression des rendements y a été substantielle : les rendements des obligations d'échéance courte ont diminué et les nouvelles émissions présentent pour une large part des échéances de plus en plus

longues. Bien que les obligations à haut rendement aient historiquement montré une moindre sensibilité à l'évolution des taux de référence, nous continuons de conseiller aux investisseurs d'être prudents en matière d'augmentation de la durée sur ce segment.

Nous apprécions les obligations d'entreprises asiatiques, qui offrent un profil risque/rendement séduisant, et, de manière plus sélective, les obligations d'entreprises de certains pays latino-américains. Dans ces deux régions, la croissance économique reste solide et les fondamentaux s'améliorent. Alors que les notes souveraines des pays développés ont été abaissées à plusieurs reprises, les notes de crédit des pays émergents continuent d'être relevées, ce qui entraîne souvent une révision à la hausse des notes des entreprises. Le risque de crédit des marchés émergents offre les meilleures opportunités de rendement s'agissant des échéances courtes.

### Duration recommandée du portefeuille obligataire : légère sous-pondération

### Accroître l'allocation aux obligations investment-grade gouvernementales et supranationales et réduire l'allocation aux crédits investment grade



- Obligations Investment-grade gouvernementales et organismes supranationaux
- Obligations privées Investment grade
- Fonds obligataires marchés émergents
- Obligations privées à haut rendement

Source : ABN AMRO Private Banking

# Perspectives du marché des changes

Une évolution dictée par les tendances économiques

## Un contexte favorable au dollar

En début d'année, l'euro a connu une hausse sensible et généralisée, d'abord liée à la dissipation du risque systémique dans la zone euro puis, plus récemment, aux attentes (irréalistes selon nous) d'un relèvement des taux d'intérêt à court terme. Les déclarations de la BCE, la dégradation des chiffres de la croissance de la région et les incertitudes politiques en Italie ont ramené le marché à la réalité et la parité EUR/USD est rapidement redescendue jusqu'à notre objectif de 1,30 pour la fin mars.

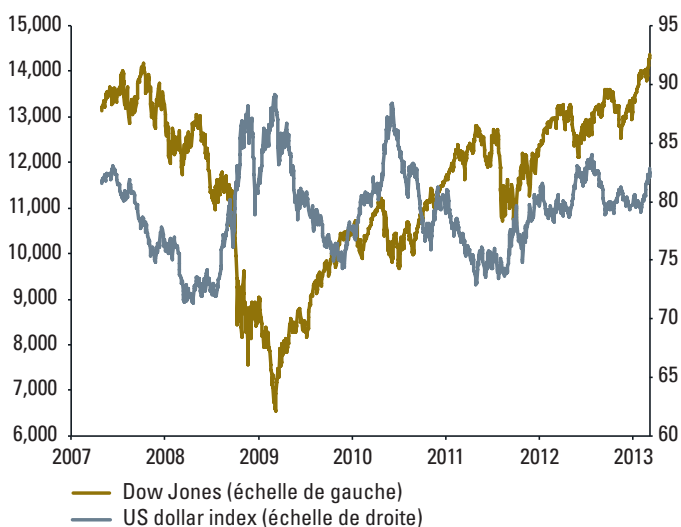
Durant les trois prochains mois, les défis politiques, sociaux et économiques auxquels est confrontée la zone euro, d'une part, et le frein à la croissance que constitueront les ajustements budgétaires aux Etats-Unis, d'autre part, devraient maintenir la parité EUR/USD dans une fourchette étroite, autour de 1,30. Mais de manière sous-jacente, le sentiment à l'égard du billet vert paraît changer.

Ces dernières années, l'amélioration du moral des investisseurs était défavorable au dollar ; cette relation semble s'inverser. Les deux économies affichant des taux officiels quasiment nuls, le choix des investisseurs se porte vers la monnaie liée à la meilleure croissance économique (voir le graphique) et à la meilleure valorisation. A l'aune de ces deux critères, le dollar est manifestement le mieux placé et le sentiment du marché pourrait évoluer à son avantage. Nous pensons que le billet vert entamera une tendance de moyen terme à la hausse face à l'euro au second semestre 2013, laquelle s'accélérera l'an prochain grâce à l'amélioration des statistiques économiques américaines et aux perspectives croissantes d'un relèvement par la Fed de ses taux d'intérêt à partir de début 2015.

## Opinion positive sur les devises émergentes

Notre opinion favorable à l'égard des devises émergentes (notamment les devises asiatiques, hors Japon) en 2013 reflète l'amélioration des perspectives de croissance mondiale, l'augmentation de l'appétit pour le risque, le rattrapage des marchés émergents et enfin, la nette sous-évaluation de ces monnaies par rapport aux fondamentaux à long terme ; ces facteurs devraient rester valables durant les prochaines années. Toutefois, l'argumentaire pourrait changer en 2014 si les anticipations d'un arrêt de la politique ultra-accommodante de la Fed devaient se faire plus pressantes, ce qui pourrait limiter, voire inverser, la tendance à l'appréciation des devises émergentes face au dollar. La croissance de l'économie mondiale devrait atteindre à 3,9 % en 2014.

Relation positive entre l'indice du dollar et le Dow Jones



Source : Bloomberg, ABN AMRO Bank

Classe d'actifs	Opinion fondamentale des Etudes Économiques du groupe	Recommandations d'ABN AMRO Private Banking
Devises	<p>Une dynamique économique favorable prend corps aux Etats-Unis</p> <p>Opinion positive sur les devises émergentes et asiatiques hors JPY en 2013</p>	<p>Position longue sur l'USD</p> <p>Devises favorites face à l'EUR : GBP, SEK, BRL, MXN, ZAR</p> <p>Devises favorites face à l'USD : MXN, BRL, ZAR, INR, KRW, TWD sont de bons indicateurs de la relative solidité des devises asiatiques</p>



# Prévisions

L'avenir a ceci d'appréciable qu'il arrive un jour après l'autre.

Abraham Lincoln

Notre scénario central se fonde sur la conviction que les économies des Etats-Unis et des pays en développement d'Asie vont connaître une accélération au second semestre 2013 grâce à un élargissement des sources de demande, ce qui finira par sortir la zone euro et le Japon de leur marasme structurel. La probabilité de dépasser ou de décevoir les

prévisions du marché dépendra en partie de la capacité des grandes économies à rattraper le retard accumulé durant la Grande Récession, mais surtout du redéploiement des liquidités financières et de l'excédent d'épargne des entreprises et des ménages vers l'économie réelle.

## Prévisions macroéconomiques (%)

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

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

\* l'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 6 mars 2013	Stratégie active	Forward PER 2013
MSCI ACWI	358,4		12,2
S&P 500	1539,8		12,5
Euro Stoxx 50	2695,9		10,0
FTSE-100	6453,5		10,8
Nikkei 225	11932,2		18,0
DAX	7955,0		10,4
CAC 40	3795,4		10,3
AEX	347,9		10,5
Hang Seng Index	22777,8		10,1
Shanghai SE Comp,	2347,2		8,8
Straits Times Index	3291,8		13,6

= Sous-pondéré = Surpondéré = Neutre

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

	6 mar 2013	juin 2013	sep 2013	déc 2013	mar 2014
<b>Etats-Unis</b>					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mois	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30
2 ans	0,25	0,25	0,30	0,40	0,50
10 ans	1,93	1,90	2,10	2,50	2,70
<b>Allemagne</b>					
BCE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3 mois	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
2 ans	0,04	0,18	0,20	0,40	0,60
10 ans	1,46	1,60	1,80	2,00	2,20

## Prévisions des changes

Devise	6 mar 2013	juin 2013	sep 2013	déc 2013	mar 2014
EUR/USD	1,30	1,30	1,25	1,20	1,20
GBP/USD	1,51	1,49	1,45	1,41	1,43
EUR/GBP	0,86	0,87	0,86	0,85	0,84
USD/CHF	0,94	0,96	1,00	1,08	1,08
EUR/CHF	1,23	1,25	1,25	1,30	1,30
USD/JPY	93,4	90	92	95	97
EUR/JPY	121,7	117	115	114	116
USD/CAD	1,03	1,00	0,98	0,96	0,96
AUD/USD	1,21	1,03	1,02	1,00	0,98
NZD/USD	0,83	0,83	0,82	0,81	0,80
EUR/NOK	7,43	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,31	8,00	8,00	7,75	7,50

# Hedge funds

Retour en grâce

## Recherche & Stratégie

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

### Les hedge funds profitent de la normalisation des marchés

A mesure que les marchés financiers se normalisent et se recentrent sur les fondamentaux, reléguant au second plan les risques systémiques et politiques, les hedge funds retrouvent grâce aux yeux des investisseurs par leur capacité à contrôler la volatilité. Les opportunités sont nombreuses dans l'ensemble des stratégies de hedge funds et ceux-ci devraient pouvoir signer de solides performances sans faire de paris excessifs. Le repli des corrélations d'actifs et la lenteur de la croissance économique peuvent entraîner une dispersion des performances. Dans cet environnement, les hedge funds – en particulier les gérants long/short – peuvent à la fois acheter des actions et obligations d'entreprises en bonne santé et vendre des actions et obligations d'entreprises plus fragiles.

### Augmenter le rendement sans s'exposer au risque de taux d'intérêt

Les investisseurs obligataires devraient se tourner vers les fonds de fonds diversifiés et les fonds obligataires long/short pour augmenter leurs rendements tout en atténuant le risque de taux d'intérêt. Ces fonds ont prouvé leurs avantages à l'occasion de la récente correction du marché obligataire et devraient se révéler payants dans des marchés obligataires en repli (voir le graphique). Si les titres adossés à des créances hypothécaires, les prêts à effet de levier, la dette en souffrance ou hybride et les arbitrage de crédit sont trop complexes pour être gérés par les particuliers, les fonds de hedge funds multi-stratégiques et les fonds obligataires long/short à gérant unique peuvent en tirer des performances solides, avec un risque de taux d'intérêt limité.

### Surpondérer les hedge funds dans les portefeuilles fortement exposés aux obligations

Cette recommandation se fonde sur la capacité de l'industrie des hedge funds à proposer et adapter des stratégies visant à générer des performances tout en limitant la volatilité. Aux

investisseurs susceptibles d'investir dans des stratégies plus ciblées, nous conseillons des fonds long/short axés sur les obligations et le crédit dans le cadre de portefeuilles défensifs, et des fonds d'actions long/short dans le cadre de portefeuilles équilibrés ou plus dynamiques.

### Les stratégies de hedge funds constituent des sources de diversification appréciables en termes d'exposition aux obligations, grâce à leurs corrélations faibles ou négatives

#### Stratégies de Hedge funds :

**Positif** sur les long/short equity et relative value

**Neutre** sur les global macro/CTA

**Négatif** sur l'event-driven

**Long/short equity** : Les conditions de marché actuelles sont propices aux fonds d'actions long/short, y compris les fonds neutres par rapport au marché d'actions et les fonds à positionnement plus variable.

**Relative value** : Les fonds de crédit long/short penchent désormais davantage en faveur de positions courtes. Les stratégies de crédit spécialisé présentent une dispersion favorable.

**Macro/CTA** : Ces stratégies risquent de rencontrer des difficultés si le secteur financier et les contrats à terme sur les matières premières ne bénéficient pas d'une dynamique solide. Notre recommandation neutre est dictée par la prudence et nous préférons les gérants macro discrétionnaires spécialistes des changes et des obligations.

**Event-driven** : Les ratio d'arbitrage rétrécissent à l'annonce des opérations de fusions-acquisitions et l'environnement réglementaire s'est durci en la matière. Nous maintenons notre sous-pondération.

#### Estimation des corrélations entre les hedge funds et différents types d'obligations

	Bons du Trésor américain	Bunds	Gilts d'Etat britanniques	Bonos Espagnoles	Indice mondial gouvernements	Entreprises américaines	Entreprises de l'UEM	Indice mondial entreprises
Macro / CTA	9	8	19	1	9	6	6	12
Relative Value	-14	14	11	6	2	15	25	30
Event Driven	-29	23	12	18	0	5	35	31
Hedge Funds	-30	24	21	17	3	1	35	30

Source : Modèle de risque APT et calculs d'ABN AMRO

■ -35 < correlation < 0    ■ 0 < correlation < 35

# Matières premières

Opinion neutre mais risques de baisse à court terme

## Malgré l'embellie macroéconomique, les prix des matières premières se stabilisent

L'amélioration de l'économie mondiale ne se traduira pas nécessairement par un retour du « super cycle des matières premières » en partie parce que le redressement attendu de la demande devrait être modéré, le PIB mondial et la croissance des échanges étant inférieurs aux moyennes historiques. Par ailleurs, le rééquilibrage progressif de l'économie chinoise sera moins avide de ressources naturelles et devrait freiner la demande de matières premières (cf. page 4). Enfin, l'abondance de l'offre ne favorise pas l'augmentation des prix. Par conséquent, les cours des matières premières devraient rester dans l'ensemble relativement stables, avec des risques de baisse sur les segments des métaux précieux, des métaux ferreux et du pétrole à court terme, mais un redressement des cours des métaux et du gaz naturel à moyen terme.

## Les prix du pétrole devraient continuer de baisser

Si l'on part du principe que la reprise modérée de la croissance mondiale entraînera une légère hausse de la demande, à long terme les prix du pétrole devraient baisser. Les nouvelles technologies, la hausse de la production en Irak, la part croissante du pétrole de schiste américain sur le marché et l'apaisement des tensions géopolitiques conduiront à une augmentation de l'offre et à une nouvelle diminution de la prime liée au risque politique. L'appréciation du dollar US en 2013 et en 2014 intensifiera également les pressions sur les prix pétroliers. Nous prévoyons que le prix moyen du baril de Brent ressortira à 105 USD en 2013 et à 100 USD en 2014.

## Etudes économiques du groupe

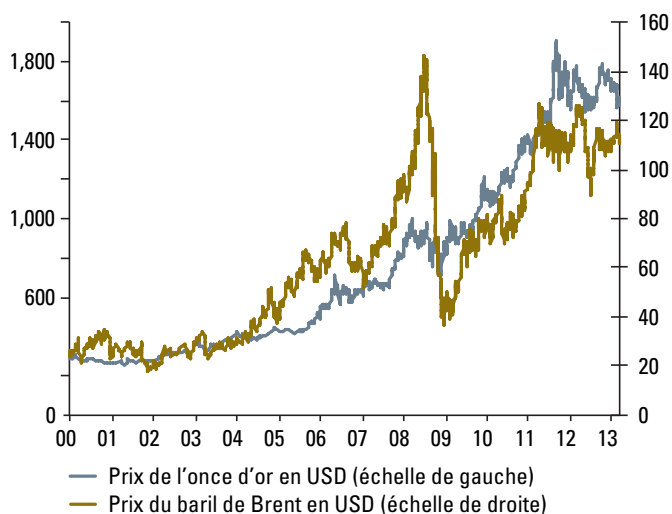
Hans van Cleef – Economiste de l'énergie

Georgette Boele – Stratégie de change et matières premières

## Or : vers les 1 000 dollars l'once

La confiance dans l'or s'effondre et les cours pourraient encore reculer. Les actifs moins sûrs sont de plus en plus attractifs en raison du redressement progressif de la croissance mondiale et de la diminution des risques systémiques. Une part significative de la demande aurifère est de nature purement spéculative et s'appuie sur l'hypothèse d'une poursuite de la hausse des prix. La crédibilité de cette hypothèse a été sévèrement ébranlée. Nous prévoyons que le cours de l'or reculera à 1 400 dollars d'ici la fin de l'année et pourrait suivre une trajectoire encore plus baissière à long terme. Selon nous, les prix pourraient tomber à 1 200 dollars d'ici fin 2014 et à 1 000 dollars d'ici fin 2015, à mesure que les banques centrales envisagent le retrait de leurs mesures atypiques.

## Or et pétrole : la fin des beaux jours ?



Source: Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale des Etudes Économiques du groupe	Recommandations d'ABN AMRO Private Banking
Matières premières Neutre	Neutre, mais risques de baisse des cours à court terme	Exposition à l'indice de matières premières  Vendre l'or



# Immobilier

Tirer parti des dividendes de qualité

Recherche & Stratégie

Manuel Hernandez Fernandez – Analyste immobilier

Le secteur immobilier américain se redresse et la dynamique s'accélère, à la faveur d'une généralisation de la reprise économique. Les investisseurs s'intéressent aux secteurs immobiliers plus cycliques (bureaux et sites industriels), qui bénéficient de tendances favorables en termes de prix, de stocks et de sentiment sur l'ensemble du territoire.

Pour autant, les valorisations américaines ne sont pas particulièrement bon marché : les sociétés d'investissement immobilier cotées (REIT) affichent une prime de 7 % par rapport à la valeur de l'actif net.

### Les écarts de valorisation entre secteurs offrent des opportunités sur les marchés cotés

La valorisation moyenne du marché immobilier américain masque toutefois des disparités entre les divers sous-secteurs, offrant des opportunités liées à la vigueur de l'économie globale.

D'un côté, les REIT dans les sous-secteurs les plus défensifs, tels que la santé et le libre entreposage, offrent une sécurité en cas de croissance économique poussive voire dans le cadre d'un scénario plus médiocre, du fait de rendements du dividende sûrs et de primes par rapport à la valeur de l'actif net justifiées (cf. graphique).

D'un autre côté, les REIT dans les secteurs cycliques tels que les bureaux, l'hôtellerie et les résidences, affichent une valorisation inférieure à la moyenne du secteur, indépendamment de leur qualité, dans certains cas.

Ces écarts entre les sous-secteurs défensifs et cycliques représentent une spécificité de l'immobilier. Un portefeuille immobilier peut donc être équilibré de façon à bénéficier à la fois de perspectives économiques incertaines à court terme et d'un potentiel haussier à moyen terme. Par ailleurs, les

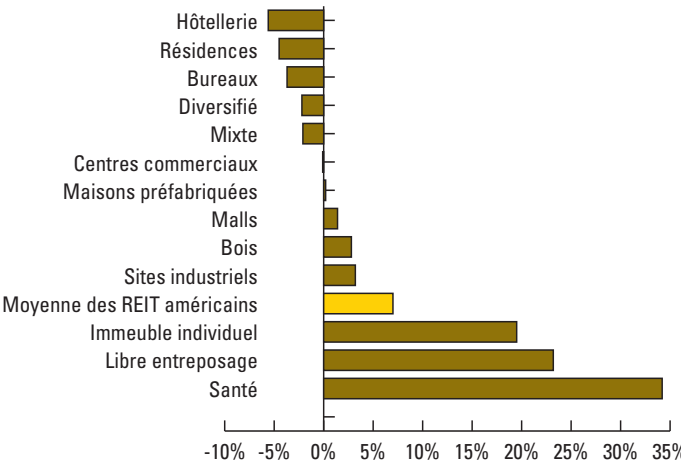
valorisations sont les moins élevées dans les secteurs qui sont à la traîne depuis plusieurs années.

### Les fondamentaux du marché immobilier se stabilisent

L'immobilier américain continue de bénéficier de la stabilisation des fondamentaux des entreprises et du processus de réallocation du risque par les investisseurs. Les ratios de versement de dividende sont faibles, tandis que les flux de trésorerie augmentent et que l'offre nouvelle est limitée.

Le rendement du dividende moyen du secteur mondial devrait rester aux alentours de 3 à 4 %. Notre prévision de rendement total à 12 mois demeure dans une fourchette comprise entre 7 et 10 %. Etats-Unis : entre 8 et 10 %, Asie : entre 7 et 9 % et Europe : entre 7 et 11 %.

Opportunités liées aux écarts de valorisation : décotes (écart négatif) ou primes (écart positif) des REITs américains par rapport à la valeur de l'actif net



Sources : SNL Financial, Raymond James Research

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandation
Surpondération	<p>REIT USA : la rotation sectorielle favorise les REIT cycliques (bureaux, sites industriels)</p> <p>Asie : préférer les marchés développés aux marchés émergents. Les ventes des promoteurs devraient rester solides en dépit des mesures de contrôle</p> <p>Europe : le secteur est confronté à la crise économique et aux difficultés de refinancement. Préférer les projets de premier choix</p>	<p>Surpondération : Amérique du Nord</p> <p>Neutre : Asie</p> <p>Sous-pondération : Europe</p>

# Capital investissement

Positionnement sur les petites  
et moyennes transactions

**Recherche et Stratégie**

Olivier Palasi – Responsable Private Equity

Avec quelque 1 940 fonds de capital investissement en quête de 795 milliards USD d'actifs éligibles à l'investissement, la concurrence entre gérants sera intense jusqu'à la fin de l'année d'autant que les investisseurs tendent désormais à se concentrer sur un nombre plus réduit de gérants. Par ailleurs, face au durcissement de la réglementation pesant sur les investisseurs – la règle Volcker limite les montants que les banques américaines peuvent investir dans le capital investissement et la réglementation de Bâle III impose que les banques européennes détiennent davantage d'actifs liquides d'ici 2019 – les gérants pourraient avoir des difficultés à trouver de nouveaux investisseurs. En juin 2012, les banques et les compagnies d'assurance ne représentaient plus que 6 % et 8 % respectivement du montant total investi dans le capital investissement, contre 11 % et 13 % en juin 2008. A mesure que la part de ces investisseurs s'amenuise, les investisseurs asiatiques et les fonds souverains prennent le relais.

## Buyouts

En Europe, après une année d'acquisitions onéreuses – un prix d'entrée de 9,6 fois l'EBITDA a été atteint sur une transaction confidentielle – l'année 2013 devrait être marquée par un ralentissement en dehors de l'Allemagne, du Royaume-Uni et des pays nordiques. Les Etats-Unis et le Canada restent intéressants aux yeux des investisseurs. Les Etats-Unis sont considérés comme un bastion de sécurité malgré une croissance modérée. Les transactions à prix fort sont toutefois de retour et les gérants pourraient continuer de cibler les activités non stratégiques scindées par les grandes entreprises au prix de l'actif net. Partout, les buyouts de petite à moyenne taille se portent bien.

En Asie, nous privilégions les fonds d'Asie-Pacifique, la Chine (et l'Inde dans une moindre mesure) disposant de plus de 70 milliards USD de liquidités à investir. Déployer ces capitaux pourrait être difficile cette année.

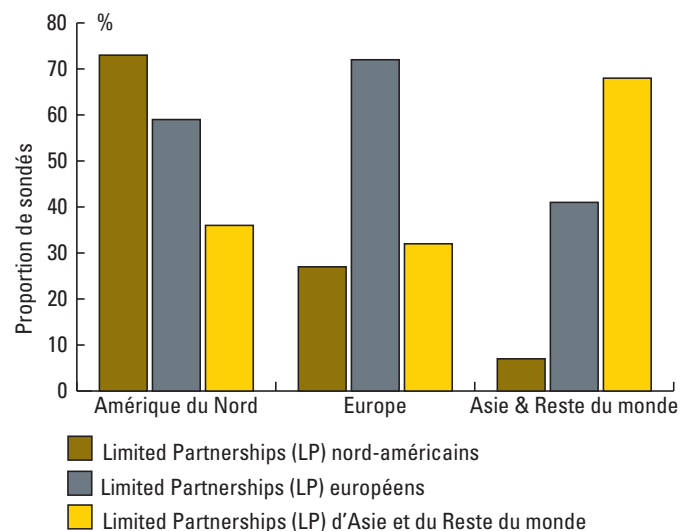
Les opportunités d'investissement au Brésil restent nombreuses étant donné la vigueur de la demande

d'infrastructure et l'enrichissement de la classe moyenne. Un processus minutieux de due diligence et un réseau local solide sont toutefois essentiels.

Les levées de fonds de capital investissement et les transactions liées aux technologies propres ont diminué au dernier trimestre 2012 et pourraient peiner à se redresser. Avec 2,8 milliards USD levés en 2012 – le plus bas niveau depuis 2007 – l'activité dans ce domaine semble pâtir des fluctuations des prix du gaz naturel, ainsi que des incertitudes politiques et de la baisse des tarifs de soutien à l'énergie renouvelable.

Comme l'illustre le graphique, les investisseurs tendent à considérer leur région d'origine comme la meilleure source d'opportunités. En dépit de la volatilité des marchés européens, l'Europe leur semble offrir des opportunités intéressantes sur le long terme.

**Régions ciblées au cours des 12 prochains mois par les investisseurs en capital investissement**



Source : Preqin

# Allocation d'actifs

Un pas en avant

## Allocation d'actifs : sélection minutieuse et diversification

La généralisation attendue de la reprise économique mondiale et la diminution des risques systémiques offrent un potentiel de gains que l'allocation d'actifs actuelle s'efforce de mettre à profit. L'exposition aux actifs risqués (actions) a donc, dans l'ensemble, été renforcée, tandis que les positions en obligations et en hedge funds ont été réduites.

Pour autant, la diversification reste essentielle pour faire face aux risques cycliques traditionnels qui ont pris le relais des turbulences systémiques de ces dernières années. En conséquence, les profils dont la pondération des obligations est plus forte que celle des actions (1 et 2) continuent de surpondérer les hedge funds, ceux-ci permettant de diversifier l'exposition aux obligations. Dans les profils intermédiaires (3 et 4), la pondération des hedge funds est neutre, tandis que dans les profils axés sur les actions (5 et 6), les hedge funds sont sous-pondérés.

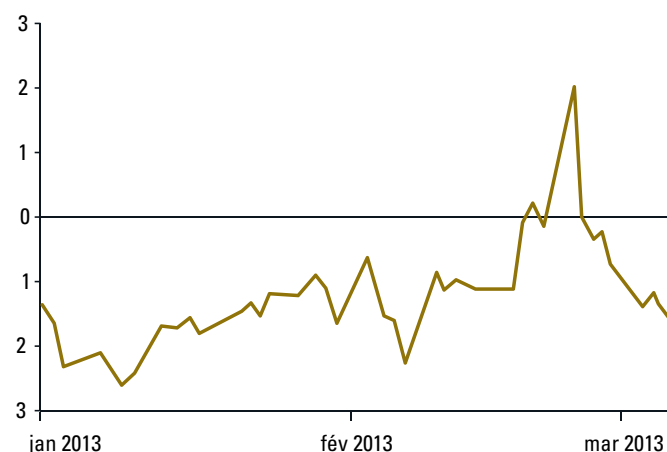
Côté actions, nous préférons les marchés émergents (surpondérés) à l'Europe (neutre), aux Etats-Unis (légèrement sous-pondérés) et au Japon (sous-pondéré).

## Risque : fluctuations à court terme

La volatilité – mesurée par l'indice VIX – est largement inférieure à son niveau de long terme. Cela étant, des fluctuations occasionnelles et temporaires (notamment à court terme) sont attendues à mesure que les risques

cycliques traditionnels prennent le relais. Nous avons récemment observé, par exemple, que la volatilité à court terme (VINX) était nettement supérieure à l'indice de long terme (VIF), les marchés réagissant à la fois aux incertitudes politiques dans les pays périphériques européens et aux craintes concernant la pérennité des mesures d'assouplissement monétaire aux Etats-Unis. Toutefois, l'écart est vite revenu à la normale lorsque la situation s'est éclaircie (voir graphique).

Comparaison de la volatilité à court terme et à long terme (VINX-VIF)



Source: Bloomberg

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

	EUR						USD					
	22 mai 2003 au 28 février 2013*			2012 YTD (28 février)			22 mai 2003 au 28 février 2013*			2012 YTD (28 février)		
	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire
<b>Profil 1</b>	53,97	62,44	8,47	0,20	0,26	0,05	54,10	62,09	7,99	0,12	0,20	0,08
<b>Profil 2</b>	57,22	68,93	9,71	1,08	1,47	0,41	59,96	88,81	8,85	0,97	1,40	0,43
<b>Profil 3</b>	72,67	93,18	20,51	1,78	2,39	0,61	80,43	96,12	15,70	1,71	2,34	0,63
<b>Profil 4</b>	76,57	97,77	21,20	2,74	3,40	0,66	87,28	103,26	15,98	2,69	3,36	0,67
<b>Profil 5</b>	85,95	111,93	25,98	3,71	4,15	0,44	98,73	119,44	20,71	3,66	4,13	0,46
<b>Profil 6</b>	88,97	115,04	26,08	4,43	4,67	0,24	103,97	124,40	20,43	4,39	4,65	0,26

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

**Recherche & Stratégie**

Hans Peters – Responsable du risque d'investissement

Emilia Bruera – Analyse quantitative et risque

La difficulté ne réside pas dans les idées nouvelles mais dans notre capacité à échapper aux anciennes.

John Maynard Keynes

**Portefeuilles modèles du Comité d'investissement mondial 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	Stratégique			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	60	18	+13	5	0	70	4	-1
Marchés des capitaux*	90	40	100	74	-16	70	30	85	58	-12
Marchés d'actions	0	0	10	0		15	0	30	23	+8
Placements alternatifs	5	0	10	8	+3	10	0	20	15	+5
Fonds de Hedge funds	5			8	+3	5			8	+3
Real estate	0			0		3			5	+2
Matières premières	0			0		2			2	
Allocation totale**	100			100		100			100	

Allocation d'actifs			Profil 3			Profil 4				
Classe d'actifs	Stratégique			Tactique	Ecart	Stratégique			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	70	0	-5	5	0	70	0	-5
Marchés des capitaux*	55	20	70	44	-11	35	10	55	23	-12
Marchés d'actions	30	10	50	44	+14	50	20	70	65	+15
Placements alternatifs	10	0	20	12	+2	10	0	30	12	+2
Fonds de Hedge funds	5			5	0	5			5	0
Real estate	3			5	+2	3			5	+2
Matières premières	2			2		2			2	
Allocation totale**	100			100		100			100	

Allocation d'actifs			Profil 5			Profil 6				
Classe d'actifs	Stratégique			Tactique	Ecart	Stratégique			Tactique	Ecart
	Neutre	Min.	Max.			Neutre	Min.	Max.		
Marchés monétaires	5	0	70	0	-5	5	0	60	0	-5
Marchés des capitaux*	15	0	40	11	-4	0	0	25	0	
Marchés d'actions	70	30	90	84	+14	85	40	100	95	+10
Placements alternatifs	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Fonds de Hedge funds	5			0	-5	5			0	-5
Real estate	3			3		3			3	
Matières premières	2			2		2			2	
Allocation totale**	100			100		100			100	

\* Duration conseillée : **légère sous-pondération**. Benchmark : Bank of America, Merrill Lynch Government Bonds 1-10 ans.

\*\* Exposition au marché des changes : seuls les marchés d'actions et une faible portion des placements alternatifs sont exposés aux devises étrangères.



# Contributions

## Members of the ABN AMRO Bank Global Investment Committee

<b>Didier Duret</b>	didier.duret@ch.abnamro.com
<b>Gerben Jorritsma</b>	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
<b>Han de Jong</b>	han.de.jong@nl.abnamro.com
<b>Arnaud de Dumast</b>	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
<b>Wim Fonteine</b>	wim.fonteine@nl.abnamro.com
<b>Bernhard Ebert</b>	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

<b>Nick Kounis</b>	nick.kounis@nl.abnamro.com
<b>Georgette Boele</b>	georgette.boele@nl.abnamro.com
<b>Maritza Cabezas Ludena</b>	maritza.cabezas@nl.abnamro.com

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

## Bond Research & Strategy Team

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

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

## Equity Research & Strategy Team

<b>Syben Brouwer</b>	syben.brouwer@nl.abnamro.com
<b>Edith Thouin</b>	edith.thouin@nl.abnamro.com
<b>Daphne Roth</b>	daphne.roth@sg.abnamro.com
<b>Thomas Helfer</b>	thomas.helfer@ch.abnamro.com
<b>Fera Wirawan</b>	fera.wirawan@sg.abnamro.com
<b>Ivy Pan</b>	ivy.pan@hk.abnamro.com
<b>Alfred Schoengraf</b>	alfred.schoengraf@bethmannbank.de
<b>Beat Lang</b>	beat.lang@ch.abnamro.com
<b>Jens Zimmermann</b>	jens.zimmermann@ch.abnamro.com
<b>Margareta Jonker</b>	margareta.jonker@nl.abnamro.com
<b>Ralph Wessels</b>	ralph.wessels@nl.abnamro.com
<b>Emilie Bruneau</b>	emilie.bruneau@fr.abnamro.com
<b>Gustavo Guimaraes</b>	gustavo.guimaraes@fr.abnamro.com

Global Head Equity Research  
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare, Utilities  
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia, Latin America  
Head Equity Research US market, Materials  
Equity Analyst Japan, Singapore, South Korea  
Equity Analyst China, Hong Kong  
Equity Analyst Industrials  
Equity Analyst Consumer Discretionary  
Equity Analyst Energy, CEE, Middle East & North Africa  
Equity Analyst Netherlands, Consumer Staples  
Equity Analyst Financials  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. European IT  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. US Technology

## Alternative Investments

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

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

## Quantitative Analysis and Risk Management

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

Head Investment Risk  
Quantitative and Risk Analyst  
Quantitative and Risk Analyst

## Production Team

<b>Barbara Schiphorst</b>	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
<b>Jonathan Aspin</b>	j@j.aspin.name
<b>Christina Santore</b>	christina.santore@yahoo.com
<b>Christina Cain</b>	cgkcain@gmail.com
<b>André Heemstra</b>	andre.heemstra@nl.abnamro.com
<b>Johann Richter</b>	johann.richter@nl.abnamro.com

Global Coordination  
Editor *Quarterly Outlook*  
Editorial and Communication Support  
Editor Supporting Documents  
Editorial Support  
Editorial Support

# Disclaimers

© Copyright 2012 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

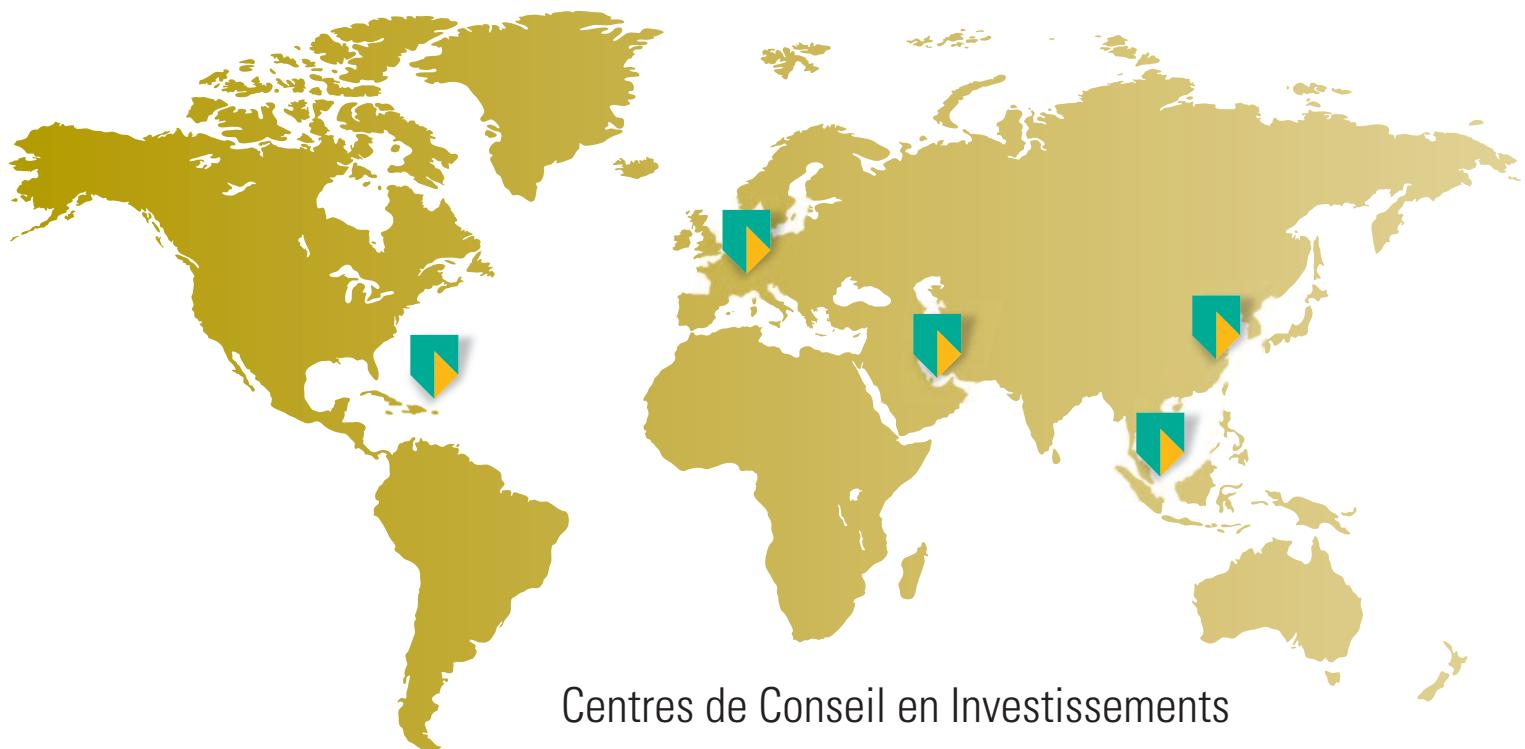
ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des indicateurs. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet d'amendements. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) des indicateurs. Les 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**

Kum-Hong Cheong

kum-hong.cheong@sg.abnamro.com

### les Caraïbes

**MeesPierson Private Banking****Curaçao**

Edward Laurier

edward.laurier@meespier.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](http://www.abnamroprivatebanking.com)