

Prendre de la vitesse

Perspectives pour le 4^e trimestre

Stratégie
d'investissement

Perspectives pour le quatrième trimestre 2013



Didier Duret

Didier Duret

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

septembre 2013

Prendre de la vitesse

Les investisseurs sont confrontés à un double défi. Le premier est que la hausse des taux de rémunération des dépôts n'interviendra certainement pas avant la fin 2014, dans la mesure où la Réserve fédérale américaine envisage un retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif. La deuxième difficulté consiste à tirer parti au mieux de la reprise économique mondiale qui se confirme aux Etats-Unis, voire dans une certaine mesure dans la zone euro.

Face à ces défis, nos Perspectives pour le quatrième trimestre 2013 proposent une approche pragmatique de gestion des portefeuilles à moyen terme. Nous recommandons ainsi d'investir dans les actions, qui peuvent s'avérer de puissants moteurs de performance à mesure que leur rebond se confirme. Nous privilégions en particulier les PME raisonnablement valorisées, situées au carrefour des grandes tendances qui façonnent la reprise des économies développées.

Nous continuons également de recommander la prudence à l'égard des obligations. Certains investissements obligataires, tels que les crédits d'entreprise, offrent toutefois une source de revenus permettant d'absorber le choc potentiel de la hausse des rendements des obligations d'Etat. Par ailleurs, les hedge funds occupent une nouvelle fonction, jouant le rôle d'assurance contre la hausse des rendements obligataires dans les portefeuilles défensifs et celui de couverture contre le risque de marché dans les portefeuilles axés sur la croissance.

Ces points sont évoqués par l'équipe Recherche et Stratégie d'ABN AMRO Private Banking dans les pages suivantes. Notre objectif est de vous proposer des analyses pragmatiques et des idées d'investissement. Votre banquier privé ou votre centre de conseil en investissement le plus proche (voir au dos de la présente publication) peut vous recommander la stratégie d'allocation d'actifs la mieux adaptée à vos objectifs d'investissement à mesure que la reprise économique se confirme.

Sommaire

Prendre de la vitesse	2
La croissance économique	3
s'auto-entretient et accélère	3
Le réveil du monde développé	4
Fed : une stratégie de sortie bien balisée	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 – Le retour des PME	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
Développement durable	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.

Prendre de la vitesse

La reprise mondiale accélère. Les banques centrales sont en passe de normaliser leur politique monétaire. La volatilité dans cette phase de transition offre l'occasion d'acheter des valeurs de croissance.

La reprise mondiale est en marche et nous prévoyons 3,8 % de croissance en 2014. Ce redressement est essentiellement tiré par les Etats-Unis et ouvre la voie à des prévisions bénéficiaires optimistes à moyen terme. Parallèlement, la stratégie de sortie de la Réserve fédérale américaine est sur les rails, la transition vers une normalisation de l'environnement de marché se reflétant déjà sur les marchés obligataires. Reste à savoir quels seront le rythme et le calendrier des ajustements monétaires des banques centrales, lesquels entraîneront une hausse des rendements des obligations d'Etat et un regain de volatilité à court terme.

ABN AMRO estime que les banques centrales se sont montrées capables d'éviter une dépression mondiale en prenant des mesures de relance sans précédent et que de la même façon, elles gèreront les ajustements à venir de manière pragmatique. Les marchés d'actions (surpondérés) offrent des opportunités. La diminution des mesures de relance monétaire requiert toutefois de sélectionner rigoureusement les valeurs à mesure que le marché entre dans une phase plus mature. Sur les marchés obligataires, les bons du Trésor américain affichent désormais des rendements réels (hors inflation) positifs pour la première fois depuis 2011. Toutefois, nous estimons prématuré d'acheter. Notre stratégie obligataire (sous-pondération) demeure prudente, les obligations à faible duration et les émissions d'entreprise offrant une protection contre la hausse des rendements.

Principales tendances

- **L'économie mondiale accélère** L'économie américaine prendra progressivement de l'élan, tirée par les dépenses d'investissement. La zone euro, y compris les pays périphériques, sortent enfin de l'ornière et le Japon s'engage à prendre des mesures pour relancer son économie.
- **Les économies développées renaissent.** Une convergence de mutations structurelles (révolution énergétique, innovation technologique) devrait stimuler les dépenses d'investissement. Les économies développées (G8) devraient contribuer plus largement à la croissance mondiale en 2014.
- **La Réserve fédérale américaine normalise progressivement sa politique monétaire.** Le processus sera bien balisé et progressif – contrairement à ce qui s'est produit en 1994 – et sera ajusté afin de préserver la confiance dans la reprise en cours. En outre, le récent repli des marchés émergents, dont l'ampleur est exagérée, ne peut pas être comparé aux épisodes précédents.

Principaux défis

- **Maintenir une approche pragmatique.** La perception d'un retrait brutal des mesures de relance monétaire et l'indifférence à l'égard de son impact à l'échelle mondiale pourraient peser sur la confiance, accroître la volatilité et ainsi menacer la reprise. Gérer les anticipations du marché est un exercice délicat et passe par la

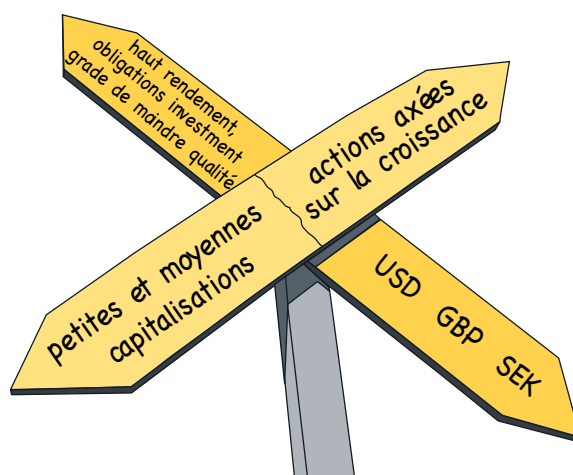
prise en compte de facteurs non directement liés à l'économie mais susceptibles d'affecter la confiance, comme les tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

- **Les risques de la transition économique en Chine.** Tout retard dans la transition vers une économie davantage domestique pourrait ramener le taux de croissance chinois en deçà des 5 %, exposant les marchés émergents et développés à de nombreux risques.
- **Le piège « value » :** nous recommandons aux investisseurs de ne pas acheter de valeurs et de secteurs faiblement valorisés de façon indiscriminée, car la faiblesse des cours est parfois imputable à une rentabilité insuffisante.

Principales opportunités

- **Les valeurs de croissance** devraient bénéficier de l'accélération de la dynamique économique. Une expansion des ratios cours bénéfices (PER) est possible, à la faveur de la baisse de la prime de risque des actions, notamment pour les sociétés peu sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Une ultime correction des marchés émergents créera des points d'entrée.
- **Les valeurs européennes de petite et moyenne capitalisation** pourraient rattraper leur retard en termes de valorisations par rapport à leurs homologues américaines.
- **Les obligations à haut rendement et celles classées dans le bas de la catégorie investment-grade** offrent une protection contre la hausse des rendements ; les obligations émergentes d'échéances courte et moyenne en monnaies fortes recèlent des opportunités.
- **Devises de croissance.** Le dollar US, la livre sterling et la couronne suédoise sont nos monnaies préférées sur les marchés développés. Sur les marchés émergents, nous privilégions le peso mexicain, le zloty polonais et le yuan chinois.

Différents outils de diversification



La croissance économique s'auto-entretient et accélère

La croissance économique mondiale accélère, avec une nette embellie aux Etats-Unis et, de manière plus surprenante, en Europe. Dans de nombreux pays émergents, la donne a toutefois changé. Pour l'essentiel, les difficultés ont diminué de part et d'autre de l'Atlantique. Par ailleurs, la phase la plus aiguë de la consolidation budgétaire est révolue, ouvrant la voie à une expansion plus soutenue. L'assainissement des finances du secteur privé est aussi plus ou moins arrivée à son terme aux Etats-Unis, permettant une hausse des dépenses et des prêts bancaires. En outre, les tensions du système financier européen, qui ont plongé l'Europe dans la récession en 2011 et en 2012, ont sensiblement diminué. Enfin, l'inflation dans les pays occidentaux a considérablement baissé par rapport à l'année dernière, soutenant le pouvoir d'achat réel.

Les économies émergentes, en revanche, sont confrontées à la baisse des prix des matières premières, au changement de cap opéré par la Chine avec sa stratégie de croissance et à la diminution des afflux de capitaux consécutive à l'annonce par la Réserve fédérale américaine de son intention de réduire bientôt ses achats d'actifs. Mais, malgré le tassement de leur croissance, ces économies restent dynamiques.

Les indicateurs avancés se redressent

Ces derniers mois, la confiance des chefs d'entreprise a progressé. Dans de nombreux pays, la hausse est prononcée. En août, les chiffres de l'enquête concernant le secteur manufacturier américain (voir graphique) ont atteint leur plus haut niveau depuis début 2011, tandis que ceux concernant le secteur non-manufacturier n'ont jamais été aussi élevés depuis fin 2005 ! En Europe, ces chiffres ont également sensiblement augmenté. Les résultats des enquêtes de conjoncture de la zone euro sont eux aussi à leur plus haut niveau depuis 2011, même si en termes absolus, ils n'indiquent qu'une croissance globalement modeste de l'activité économique. Dans la quasi-totalité des cas, la composante « commandes » est solide, un signe très encourageant qui augure de nouvelles progressions des indicateurs au cours des prochains mois. Cette hausse notable des indices de confiance des chefs d'entreprise suggère une accélération en cours ou imminente de la croissance économique. En Chine, la confiance des chefs d'entreprises semble aussi en voie d'amélioration, mais dans une moindre mesure. Dans plusieurs autres pays émergents, ces indicateurs ne se sont pas encore redressés.

Une dynamique auto-entretenu

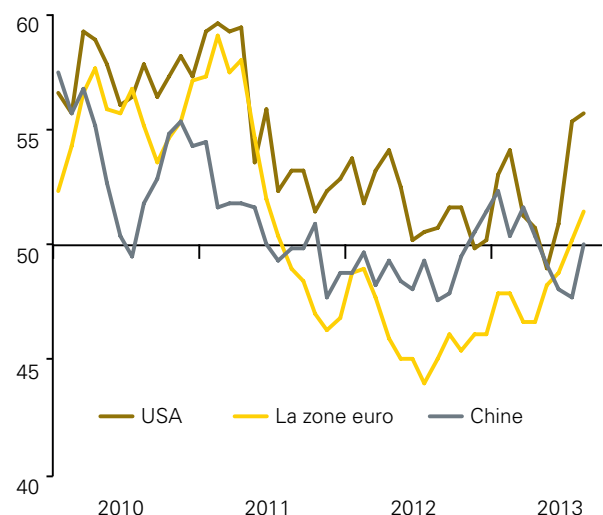
Toute inflexion de la croissance économique tend à enclencher des mécanismes qui s'auto-entretiennent, ce qui

alimente la dynamique. La croissance des dépenses accélérera dès lors que les mesures de consolidation budgétaire diminueront et que la situation financière des ménages s'améliorera. Pour faire face à la hausse de la demande, les entreprises devront embaucher et investir dans de nouveaux équipements, avec à la clef une augmentation des revenus des ménages, qui elle-même alimentera la croissance. Dans ces conditions, on peut raisonnablement anticiper que la croissance mondiale sera soutenue pendant un certain temps.

Risques

Mais il va de soi que ce scénario relativement optimiste comporte des risques. La Réserve fédérale américaine a annoncé un ralentissement des achats d'actifs, amorçant ainsi son processus de normalisation de la politique monétaire. Depuis que Ben Bernanke, le président de la Fed, a soulevé la question en mai, les coûts d'emprunt ont augmenté et nul ne sait quelles en seront les conséquences pour l'économie. Jusqu'à présent, la hausse des coûts de financement n'a pas étouffé la reprise. L'autre risque concerne les sorties de capitaux des économies émergentes. Nous ne prévoyons pas que cette situation se muera en crise car ces pays affichent, à quelques exceptions près, des fondamentaux solides. Enfin, les risques géopolitiques peuvent toujours venir assombrir le tableau.

Enquêtes conjoncturelles (Directeurs d'achats) pour les USA, la zone euro et la Chine.



Source: Thomson Reuters Datastream

Le réveil du monde développé

Des améliorations structurelles
signes de renaissance

Revirement de fortune des économies développées et émergentes

Au cours des cinq dernières années, les économies avancées ont traversé une série de crises entre lesquelles elles n'ont généralement enregistré qu'une croissance anémique. Depuis la crise bancaire de 2008-2009 jusqu'à celle de la dette souveraine, en passant par les craintes quant à l'avenir de l'Union monétaire européenne et, outre-Atlantique, au « mur budgétaire » et à la paralysie de l'Etat, les mauvaises nouvelles se sont accumulées les unes après les autres. Pendant ce temps, les marchés émergents, qui ont rapidement surmonté la crise du crédit, devenaient de plus en plus dynamiques – d'aucuns les imaginant même venir à la rescousse de l'économie mondiale voire sauver, littéralement, certains pays en difficulté de la zone euro. De fait, alors que les pays développés ont vu leurs déficits se creuser de manière abyssale, les finances publiques des économies émergentes sont restées globalement saines. Mais dernièrement, les économies développées ont semblé se réveiller au moment où, justement, les marchés émergents perdaient de leur éclat.

Les économies avancées connaissent une amélioration structurelle

Ces derniers mois, la croissance économique semble avoir accéléré aux Etats-Unis et au Japon, tandis que la zone euro est clairement sortie de la récession. Cette embellie fait suite à une nette amélioration de la situation sur plusieurs fronts. D'abord, les risques systémiques ont sensiblement reculé dans la zone euro grâce à l'engagement de la Banque centrale européenne à garantir, sous conditions, un filet de sécurité aux Etats de l'union monétaire. Des incertitudes majeures sur les perspectives de la zone euro ont ainsi été dissipées et les tensions financières se sont apaisées.

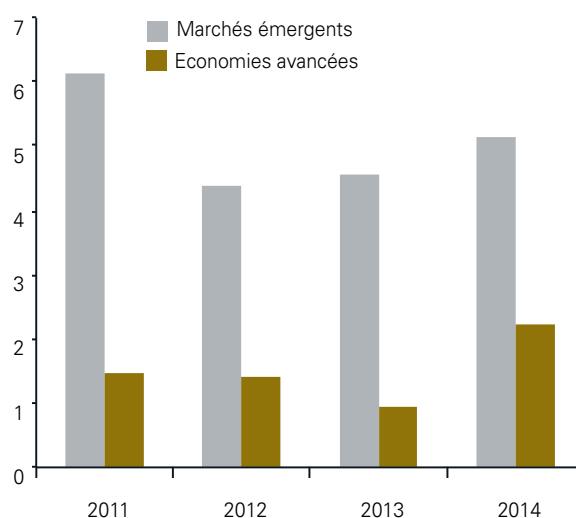
Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les finances des ménages et les bilans des entreprises se sont sensiblement améliorés. Par conséquent, il est devenu moins nécessaire pour le secteur privé de se désendetter et les consommateurs comme les entreprises sont plus à même de dépenser et d'investir à nouveau. Les déficits budgétaires ont eux aussi diminué de part et d'autre de l'Atlantique, et la phase la plus aiguë de la consolidation budgétaire est désormais révolue. La révolution énergétique qu'entraîne l'exploitation du gaz de schiste permet aux Etats-Unis d'être moins tributaires des importations, ce qui profite aux entreprises industrielles énergivores. Enfin, la zone euro a connu un vaste processus de rééquilibrage, nombre d'Etats périphériques regagnant rapidement en compétitivité et voyant leurs déficits courants se résorber. Au Japon, le gouvernement s'est enfin décidé à

s'attaquer véritablement au problème de la déflation, la banque centrale mettant en œuvre un vaste programme d'assouplissement monétaire.

La prudence reste de mise

Au même moment, les marchés émergents connaissent un ralentissement structurel de leur croissance : la mutation du modèle économique chinois entraîne un tassement des marchés des matières premières et donc, de la croissance des pays producteurs. C'est désormais la demande des pays occidentaux qui soutient les perspectives des pays émergents, comme en témoigne déjà l'amélioration de la croissance des exportations en Chine. Parallèlement, l'instabilité politique et financière revient au premier plan. Malgré ce revirement de fortune, il convient de rester prudent. Les marchés émergents continueront de croître à un rythme plus rapide que les économies avancées car ils ne sont pas arrivés au terme de leur processus de rattrapage en termes de technologies, d'éducation et d'organisation. En outre, les pays développés ont encore des progrès à faire en matière d'assainissement de leurs finances publiques, au Japon notamment. Dans la zone euro, la consolidation des bilans des banques reste en cours.

Croissance du PIB (%) des marchés émergents par rapport aux économies avancées



Source: Bloomberg, Etudes économiques du Groupe ABN AMRO

Fed : une stratégie de sortie bien balisée

Les choses ont changé depuis 1994

Etudes économiques du Groupe

Nick Kounis – Responsable de la recherche macroéconomique

La hausse des rendements des bons du Trésor et la correction des marchés émergents rappellent de mauvais souvenirs. Les craintes relatives au changement de cap de la Réserve fédérale, qui suivait jusqu'ici une politique monétaire ultra-accommodante, se sont intensifiées. Ces inquiétudes sont particulièrement sensibles sur le marché des bons du Trésor ainsi que sur les marchés émergents. Les investisseurs ont intégré la perspective de hausses plus précoces et plus importantes de leurs taux par la Fed et d'autres banques centrales de pays avancés (voir le graphique). Par ailleurs, l'idée d'un retrait des liquidités, l'augmentation des taux d'intérêt américains et, dans certains cas, la dégradation des fondamentaux ont entraîné de fortes sorties de capitaux sur les marchés émergents. Ces dernières années, ceux-ci avaient au contraire connu des afflux de capitaux considérables, dans un environnement marqué par une faiblesse prolongée des taux d'intérêt et de vastes programmes d'achat d'actifs de la part des banques centrales.

Mais les choses ont changé depuis 1994

La hausse des taux d'intérêt américains à long terme associée à la correction des marchés émergents a ravivé les mauvais souvenirs de 1994. Compte tenu de la politique monétaire inédite de la Fed et de l'ampleur des flux de capitaux ayant inondé les marchés émergents, il est logique que la perspective du changement de cap de la Fed inquiète les investisseurs. Néanmoins, la Fed comme les marchés émergents présentent aujourd'hui des différences majeures qui devraient empêcher la situation de dérapage. En 1994, la Fed avait surpris les marchés en commençant à augmenter ses taux d'intérêt, et les avait ensuite relevés de manière abrupte. L'inflation étant faible, et la crédibilité de la banque centrale en matière d'inflation étant intacte, la Fed ne devrait pas, selon nous, commencer à relever ses taux avant longtemps, et lorsqu'elle le fera, au début 2015 probablement, la hausse sera vraisemblablement progressive. En outre, il est peu probable que les marchés soient pris au dépourvu cette fois-ci, la Fed étant de plus en plus transparente et ayant pris l'habitude d'annoncer ses intentions bien à l'avance.

Les fondamentaux des marchés émergents sont plus solides

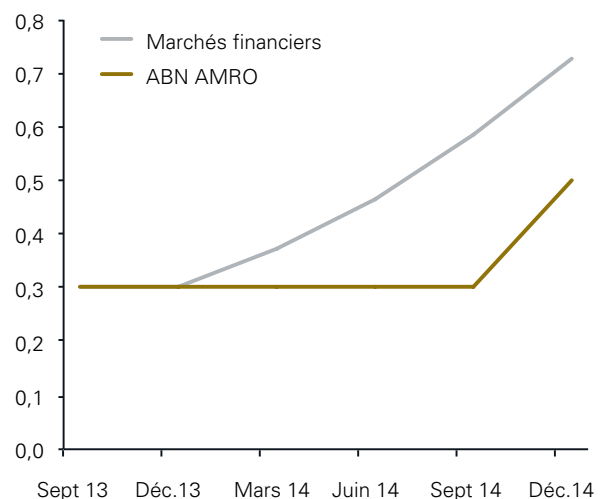
De surcroît, les fondamentaux des marchés émergents se sont renforcés. Globalement, les économies émergentes affichent une balance courante excédentaire, alors qu'elles accusaient un déficit en 1994. La dette extérieure a reculé, les réserves de changes sont bien plus élevées et les investissements étrangers directs, plus réguliers, représentent aujourd'hui une part bien plus importante des flux de capitaux que les investissements de portefeuille.

Enfin, l'arrimage au dollar des monnaies locales n'est plus la norme. Globalement, la meilleure santé des marchés émergents devrait limiter la contagion, même si certaines économies de premier plan présentent de réelles faiblesses.

Les autres banques centrales conserveront une politique accommodante

La modification des anticipations concernant la politique monétaire américaine a également ébranlé les marchés des obligations d'Etat des économies avancées au motif, semble-t-il, que le changement de cap de la Fed devrait faire école. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) se sont pourtant employées à souligner que ce ne serait pas le cas. Toutes deux ont donné des indications plus précises sur l'orientation de leur politique monétaire (« forward guidance ») afin de dissiper les anticipations d'une hausse des taux. Si la tâche pourrait être difficile pour la BoE, nous pensons que la BCE finira par convaincre les marchés au vu de la lenteur de la reprise et de l'inflation modérée dans la zone euro. Parallèlement, la Banque du Japon poursuit son vaste programme d'achats d'actifs et, compte tenu de sa détermination à lutter contre la déflation, est plus susceptible de le renforcer que de le ralentir.

Anticipations relatives aux taux à trois mois du marché monétaire américain (%)



Source: Etudes économiques du Groupe ABN AMRO

Perspectives des marchés d'actions

Vigueur et maturité

Recherche et Stratégie

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

La reprise du marché d'actions entre dans une phase de maturité: les valorisations se redressent et convergent vers leurs moyennes historiques. L'amélioration des ratios cours/bénéfices (PER) pourrait refléter une revalorisation des actions par la communauté des investisseurs, qui les avaient boudées à la suite de la dernière récession. Le potentiel d'augmentation des PER est d'autant plus important que les autres classes d'actifs manquent de moteurs de performance.

Une tendance bénéficiaire résolument positive

Les bénéfices des entreprises devraient selon nous rester bien orientés. Les marges atteignent des niveaux relativement élevés à l'aune historique, notamment aux Etats-Unis. La croissance des chiffres d'affaires devrait s'accélérer, à mesure que l'économie mondiale prendra de l'ampleur au cours des prochains trimestres. L'augmentation des ventes et le niveau des coûts de production, qui devrait rester modéré tant pour les matières premières que pour la main d'œuvre, devraient soutenir les marges. Si les coûts de financement des entreprises devaient évoluer dans le sillage de la hausse des rendements des obligations d'Etat, nous pensons que l'impact sera limité. De nombreuses entreprises ont assaini leur bilan et couvert leurs besoins de financement à plus long terme.

Des opportunités dans les petites et moyennes capitalisations

Aux Etats-Unis (position neutre) et en Europe (position neutre), les petites et moyennes capitalisations tournées vers le marché domestique seront les fers de lance de l'accélération de l'économie locale. Innovations et gains d'efficacité soutiennent ces entreprises qui, en termes de ratios de valorisation, accusent un retard sur les valeurs phares du marché (plus d'informations en page 9).

Privilégier les valeurs axées sur la croissance

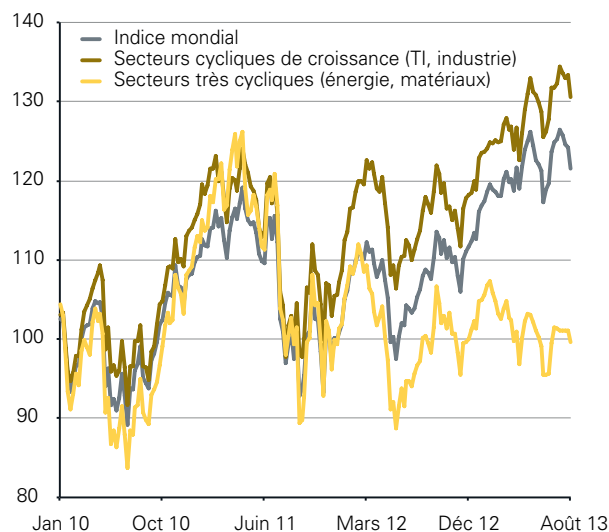
Du point de vue sectoriel et sous-sectoriel, nous accordons notre préférence (voir page 7) aux secteurs de croissance que sont les technologies de l'information (TI) et l'industrie. Nous

restons cependant sceptiques quant au potentiel des secteurs très cycliques comme les matériaux et l'énergie. De fait, nous n'anticipons pas de redressement significatif des cours des matières premières, en raison des problèmes de surcapacités notamment. Les secteurs très cycliques subissent en outre des évolutions structurelles qui dépassent les aspects cycliques, pour l'instant tout au moins.

La Chine reste surpondérée

Si nous avons allégé notre exposition aux marchés émergents (position neutre) en août, nous maintenons notre surpondération de la Chine en raison du redressement attendu du commerce mondial et de la stabilisation de la croissance chinoise à un niveau supérieur à 7 %. Le marché chinois est soutenu par des valorisations bon marché et des prévisions prudentes en matière de bénéfices.

Comparaison des cours entre les secteurs cycliques de croissance et les secteurs très cycliques



Source: Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Nos recommandations
Actions Surpondérer	<p>La reprise économique sur les marchés développés soutient la croissance mondiale et les résultats.</p> <p>Les taux d'intérêt mondiaux devraient progressivement augmenter.</p>	<p>Privilégier les actions de petite et moyenne capitalisations, tournées vers le marché domestique, aux Etats-Unis et en Europe.</p> <p>Les secteurs axés sur la croissance, comme les grandes valeurs mondiales industrielles et informatiques, offrent des opportunités.</p> <p>Compte tenu des perspectives de croissance mondiale, le marché chinois devrait progresser, soutenu par des valorisations bon marché et des prévisions prudentes en matière de bénéfices.</p> <p>L'impact sur les actions mondiales est réduit car déjà largement intégré, mais la prudence est de mise concernant les actions à dividende et valorisation élevées (consommation de base, soins de santé).</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

La phase haussière que connaissent les marchés d'actions s'accompagne d'une rotation sectorielle de grande ampleur. Notre intention d'orienter le portefeuille vers des valeurs de croissance se reflète dans les notations sous-sectorielles.

Celles-ci traduisent également le fait que certains segments défensifs du marché, versant des dividendes élevés, ont dégagé de très solides performances et sont pleinement valorisés.

Surpondéré - Neutre - Sous-pondéré

Secteur/Subsecteur	Explications	Recommandations
Energie		
Services pétroliers	Les projets complexes financés par les sociétés de production pétrolières profitent au secteur des services.	Halliburton, SBM Offshore
Groupes pétroliers intégrés	La plus forte demande de produits raffinés compense les grands investissements peu rentables dans l'exploration.	
Exploration & Production	L'exploration est risquée et très coûteuse, et les prix finaux dans l'énergie sont orientés à la baisse.	
Raffinage	Demande en croissance, mais pas encore visible.	
Matériaux		
Chimie	La chimie de spécialité profite de coûts plus faibles, la chimie de base est attractive (surtout aux Etats-Unis).	Dow Chemical
Mines et métaux	Marges et bilans suivent une tendance négative, les prix et la demande pâtissant du surinvestissement.	
Matériaux de construction	Reprise ; les prix et l'offre excédentaires continuent de poser problème.	
Papier, bois et forêt	Tendance favorable aux Etats-Unis grâce à la baisse des coûts de l'énergie et à la demande de logements.	
Industrie		
Services et approv. commerciaux	Résultats meilleurs que prévus dans le recrutement. Amélioration en vue dans certains pays européens.	
Biens d'équipement	L'outillage de mines en difficulté ; vigueur de l'aéronautique ; report de commandes dans l'équipement énergétique.	ABB, GE, Gildemeister
Transport ▲	Les compagnies aériennes sont concurrencées par les low-cost. Le transport ferroviaire américain revient en force.	
Conso. Discrétionnaire		
Biens de consommation durable	Pas de revalorisation attendue avant une amélioration de la croissance dans les pays émergents.	
Services aux consommateurs	Le secteur bénéficiera de la reprise des dépenses des ménages et des entreprises.	
Commerce de détail	Les distributeurs sans stratégie multicanal claire peinent à concurrencer les spécialistes de la distribution en ligne.	Accor
Automobiles et pièces détachées	Le secteur profitera de la reprise et du vieillissement des pacs automobiles aux Etats-Unis et en Europe.	
Médias	La publicité papier reste atone. L'activité résiste bien dans les supports en ligne.	Daimler
Consommation de base		
Equip. ménagers et soins person.	Les économies émergentes restent le moteur de croissance ; concurrence intense et valorisations élevées.	
Alimentaire et médicaments	Bonne résistance à l'évolution structurelle de la consommation vers des produits moins coûteux.	
Alimentation, boissons et tabac	Les volumes pâtissent du ralentissement des économies émergentes ; les valorisations sont élevées.	
Santé ▼		
Equipements et services de santé	La baisse des prix et les coupes budgétaires pèsent. La consolidation donnera naissance à de nouveaux leaders.	
Pharmacie, biotech. et scienc. de la vie	La tendance reste positive dans les biotech ; reprise des fusions-acquisitions, hausse des valeurs de liquidation	Gilead Sciences, Roche
Finance		
Sociétés financières diversifiées	Les banques d'investissement ont fait mieux que prévu aux Etats-Unis mais ont déçu en Europe.	
Assurance	Résultats contrastés ; pertes inférieures à la moyenne sur les catastrophes naturelles. Gestion d'actifs solide.	
Banques commerciales	Provisions en baisse aux Etats-Unis ; situation contrastée en Europe où les prêts restent problématiques.	AIA Group
Immobilier	La préférence reste accordée aux actifs de qualité dans l'immobilier commercial.	
Technologies de l'info.		
Matériels et équipements de techn.	Dépenses informatiques des entreprises devrait accélérer la croissance bénéficiaire des fabricants de matériels.	
Logiciels et services	Le développement de l'informatique en nuage menace les grands acteurs traditionnels comme Oracle et SAP.	eBay, Qualcomm
Semiconducteurs et équipements	Plus faibles perspectives bénéficiaires au S2 2013 pour de nombreux fabricants de semiconducteurs.	
Télécoms		
Services de télécommunications	L'activité de fusions-acquisitions est en hausse mais l'environnement opérationnel reste très difficile.	
Services aux collectivités		
Renouvelables ▼	Concurrence du gaz de schiste. Les subventions diminuent.	
Réglementés/Multiservices	Coûts élevés et faiblesse des prix continuent de peser sur la production de flux de trésorerie.	

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

Bien que nos nouveaux thèmes d'investissement en actions axés sur les petites et moyennes entreprises (voir page 9) soient largement dictés par l'anticipation d'un rattrapage des valorisations, le cycle conjoncturel qui s'amorce s'articule

essentiellement autour de trois grandes tendances : les nouvelles modalités d'achat des consommateurs, la transition énergétique et l'évolution du modèle opérationnel de l'industrie manufacturière.

Thème	Lancement	Argumentaire d'investissement	Principales valeurs	Recommandation
Les nouveaux distributeurs	Q3 2013	Ce thème lancé récemment attire de plus en plus l'attention des médias. Les achats en ligne augmentent et les chaînes présentes dans le commerce physique sont de plus en plus nombreuses chaque jour à changer de stratégie. L'essor des distributeurs célèbres tels qu'Amazon.com ou, dans l'habillement, d'ASOS au Royaume-Uni et de Zalando en Europe, devrait leur permettre de rentabiliser les investissements réalisés dans la distribution et le service clients et donc de voir le cours de leur action s'apprécier.	Amazon.com, FedEx, Simon Property, Unibail Rodamco, eBay, Google	Achat fort
Comblent l'écart de productivité dans le secteur manufacturier ; Les maîtres du savoir-faire industriel	Q1 and Q2 2013	Depuis le début 2013, les secteurs industriels américains et européens ont surperformé l'ensemble du marché. Les valeurs technologiques se sont également bien comportées. Les utilisateurs finaux des nouveaux systèmes et techniques d'automatisation, comme l'industrie automobile et d'autres secteurs auparavant grands consommateurs de main d'œuvre (emballage, pharmacie), prospèrent. De nouveaux investissements en biens d'équipement et matériel informatique sont attendus car les entreprises et les ménages sont plus confiants. Les grands fabricants de biens d'équipement industriels tout comme les producteurs spécialisés de taille intermédiaire devraient bénéficier de cette tendance.	ABB, ASML, BASF, Cisco, GE, BMW, EMC, Qualcomm, Schneider, Emerson Electric, Fanuc, Gilde-meister, Kuka, Oracle, Siemens	Achat
Plein gaz!	Q2 2012	Si le niveau très faible atteint par les prix du gaz en 2012 a retardé plusieurs nouveaux projets d'exploitation du gaz de schiste aux Etats-Unis, le redressement des prix autour de 4 dollars a stimulé de nouveaux investissements. Les exportations américaines de pétrole et de gaz naturel liquéfié soutiennent les prévisions d'une baisse des prix de l'énergie une fois que les troubles actuels au Moyen-Orient se seront apaisés. C'est une bonne nouvelle pour les industries énergivores aux Etats-Unis, ainsi que pour les infrastructures nécessaires au traitement et au transport de cette nouvelle offre d'énergie.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, International Paper, Kinder Morgan	Achat fort

Marchés d'actions – Le retour des PME

Recherche et Stratégie

Edith Thouin – Responsable de la recherche thématique

Le cycle économique présente des phases durant lesquelles il convient de privilégier les actions de petite et moyenne capitalisation. Nous entrons actuellement dans l'une de ces phases en ce qui concerne les investissements en actions aux Etats-Unis comme en Europe.

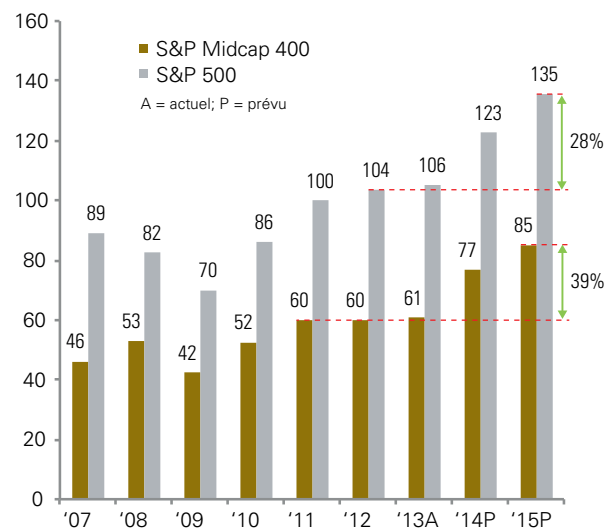
A mesure que la reprise se confirme aux Etats-Unis, des investissements sont réalisés dans la base industrielle locale, prenant le relais de l'externalisation. Ce processus est alimenté par la renaissance du secteur énergétique américain et par le développement de nouvelles technologies à même de renforcer la compétitivité. En Europe, le secteur des petites et moyennes entreprises a énormément souffert pendant la crise du crédit, mais les sociétés qui y ont survécu profitent à présent de la reprise de l'activité et des investissements.

Les petites et moyennes entreprises fournissent les outils, les biens intermédiaires et les nouvelles technologies qui assurent la croissance et le développement des grandes entreprises. Une nouvelle vague de fusions-acquisitions pourrait intervenir au sein des PME, les grandes entreprises prenant le contrôle de leurs fournisseurs et intégrant de nouvelles technologies.

Traditionnellement, les PME voient leurs bénéfices augmenter plus rapidement que ceux des grandes entreprises lorsque le cycle économique prend de la vitesse. En outre, les valorisations actuelles restent modestes au regard des prévisions du consensus pour les 27 prochains mois. Le ratio cours/bénéfice (PER) de l'indice S&P 400 MidCap aux Etats-Unis ressort actuellement à 21, avec une hausse des bénéfices de 39 %. En Europe, il n'existe pas d'indice particulier pour les moyennes capitalisations. L'indice élargi Euro Stoxx 600 affiche toutefois un PER de 20 (sur la base des résultats actuels), avec une prévision d'augmentation des bénéfices par action de 40 % d'ici la fin 2015.

Dans le cadre de notre nouveau thème « Le rattrapage des petites et moyennes capitalisations », nous avons retenu des entreprises qui participent à la chaîne d'approvisionnement industrielle ou contribuent à l'optimisation des niveaux de productivité. Celles que nous préférons figurent ci-dessous (elles font toute l'objet d'une recommandation « Achat » - au 5 septembre 2013 – à l'exception de Kuka).

Etats-Unis : prévisions bénéficiaires des moyennes capitalisations par rapport à l'ensemble du marché



Société		Activité	Recommandation	Capitalisation boursière (Md)
Aalberts Industries	NL	Contrôle des flux, services industriels	Achat	2,2
Arcadis	NL	Conception d'infrastructure et ingénierie	Achat	1,5
TKH	NL	Câbles, composants de réseau, ingénierie industrielle	Achat	0,9
Gildemeister	DE	Machines-outils	Achat	1,4
Kuka	DE	Robotique	Neutre	1,1
Accor	FR	Hôtellerie	Achat	6,9
Expedia	US	Voyagiste en ligne	Achat	5,3
Bouygues	FR	Ingénierie, TV, télécoms	Achat	7,9

Source: Bloomberg, ABN AMRO Private Banking

Perspectives du marché obligataire

Un ajustement pluri-annuel

Recherche et Stratégie

Stephen Evans – Responsable global de la recherche obligataire

La perspective d'une réduction par la Fed de ses achats d'actifs, qui selon nous devrait commencer au quatrième trimestre 2013, a conduit les rendements obligataires de référence à entamer un processus de normalisation. Celui-ci est bien engagé, comme en témoignent deux indicateurs fiables. Premièrement, la courbe des rendements américains se pentifie depuis le début 2013, l'écart entre les rendements des bons du Trésor à deux et à dix ans étant passé de 160 à 240 points de base. Deuxièmement, à la suite de la récente hausse des rendements, les obligations américaines d'échéance longue recommencent à produire des rendements réels positifs : le bon du Trésor américain à dix ans génère un rendement réel proche de 1 % (voir le graphique).

Cette normalisation est loin d'être terminée. L'écart de rendement entre les bons du Trésor à deux et à dix ans n'a pas encore atteint son plus haut historique, le rendement réel moyen du bon à dix ans ressortant à plus de 2 % depuis 1993. Il faut donc s'attendre à une poursuite de la pentification de la courbe, et la hausse des rendements sur la partie longue devrait porter les rendements réels à un niveau plus proche de leur moyenne historique. Ce processus s'étalera selon nous sur les 12 à 18 prochains mois, au cours desquels les taux des fonds fédéraux devraient rester bas. En outre, il est peu probable de notre point de vue que les marchés obligataires connaissent une crise aussi sévère que celle de 1994, consécutive à hausse rapide des taux d'intérêt.

Une pentification de la courbe des rendements américains est cohérente au vu des signes de reprise économique aux Etats-

Unis et dans d'autres pays développés. Les rendements de référence devraient continuer de grimper avec des sorties de fonds obligataires. Les prix des obligations seront par conséquent sous pression jusqu'à ce que les investisseurs institutionnels reviennent les premiers sur le marché, courant 2014, pour profiter de rendements séduisants. L'heure n'est donc pas encore venue de rentrer sur les marchés obligataires.

Retour à des rendements réels positifs (%)



Source: Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Motifs	Nos recommandations
Etat : Sous-pondérer	Les rendements réels et la pentification des courbes des rendements des emprunts souverains des pays « core » aux Etats-Unis et dans l'Union européenne ont à peine commencé à augmenter et sont loin d'atteindre un niveau conforme à une période de reprise économique.	Les emprunts souverains des pays « core » (Etats-Unis, Union européenne) sont vulnérables aux bonnes nouvelles économique et aux déclarations des banques centrales en faveur d'une normalisation de la politique monétaire.	Etudier les opportunités offertes par les emprunts souverains de la périphérie de la zone euro en termes d'accroissement des rendements.
Corporate : Surpondérer	L'endettement limité et l'ampleur des liquidités renforcent les bilans des entreprises. Le retour progressif à la croissance des marchés « core » soutiendra les fondamentaux du crédit. Les pays émergents présentent des fondamentaux nettement plus solides qu'au cours des précédentes périodes de crise.	Les taux de défaut des entreprises demeurent à un point bas cyclique. La reprise économique profitera aux obligations à haut rendement des marchés développés. Les pays émergents aux fondamentaux économiques fragiles resteront volatils jusqu'à ce que les politiques d'ajustement soient mises en place.	Préférer les obligations investment grade de moindre qualité aux obligations investment grade de meilleure qualité. Acheter des obligations à haut rendement d'échéance moyenne. Dans les périodes de turbulences, la dette émergente d'échéance courte à moyenne en monnaies fortes (USD, EUR) offre des opportunités.

Allocation du portefeuille obligataire

Investir dans des amortisseurs de chocs

Recherche & Stratégie

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

Le débat autour de la date et des modalités de la prochaine normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale ne devrait pas détourner les investisseurs obligataires de l'objectif de générer des rendements réels positifs. Du point de vue des investisseurs en liquidités, la hausse des rendements obligataires pourrait être l'occasion d'investir dans des instruments assurant une meilleure rémunération que les placements en espèces. Le principe est d'investir dans un éventail suffisamment large d'obligations d'Etat et d'entreprise.

Amortir les chocs avec des obligations d'entreprise

Les obligations d'entreprise restent de bons outils pour amortir les chocs, l'élargissement des spreads de crédit servant de tampon face à la hausse des rendements des emprunts souverains. L'amélioration de la conjoncture économique devrait en outre renforcer encore la capacité des émetteurs à rembourser leur dette. La faiblesse historique des taux de défaut demeure une caractéristique de base des obligations non gouvernementales, c'est pourquoi les spreads de crédit recèlent selon nous encore de la valeur à long terme. Nous recommandons de saisir tout repli comme une opportunité d'achat.

Les obligations d'entreprise hors de la catégorie investment grade (le haut rendement) offrent une meilleure protection contre la hausse des rendements que les obligations investment grade. De fait, les titres mieux notés sont plus vulnérables à l'augmentation des rendements des emprunts souverains. Nous recommandons donc d'opter pour une surpondération stratégique tant des obligations d'entreprises investment grade de moindre qualité (allocation de 20 %, axée sur les titres notés BBB) que des obligations à haut rendement de qualité supérieure (allocation de 15 %).

Marchés émergents : une dynamique qui se rapproche de celle des marchés développés

Les turbulences sur les marchés émergents qui ont conduit à des sorties de fonds substantielles au cours des derniers mois ne risquent guère de se muer en crise. En effet, les fondamentaux sont nettement plus solides que durant les périodes de crise des années 1980 et 1990. La plupart des monnaies émergentes évoluent désormais dans le cadre de régimes de flottement libre ou de flottement contrôlé, les réserves de changes sont abondantes et les dettes extérieures sont peu élevées. Enfin, la plupart des pays émergents jouissent d'une situation budgétaire saine. Ce sont les pays

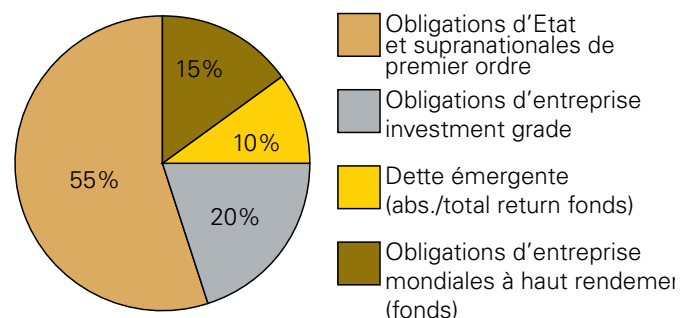
présentant les fondamentaux les plus fragiles qui ont été les plus pénalisés lors de la récente correction.

De notre point de vue, les facteurs de stabilisation des marchés émergents résident dans une meilleure visibilité sur les futures mesures de la Fed, des signes durables d'une reprise mondiale et la capacité des marchés à trouver leur équilibre. Nous estimons que les obligations émergentes en monnaies fortes continuent d'offrir des opportunités.

L'Europe a encore des défis à relever

L'instauration d'une union bancaire pourrait constituer la principale initiative politique de la zone euro au cours des années à venir. Nous n'attendons pas de mise en place avant 2015 d'un cadre permettant d'ancrer l'union monétaire et de desserrer le lien entre les banques et les Etats. L'augmentation des rendements des obligations allemandes à dix ans pourrait être perçue comme la confirmation des progrès réalisés par les autorités bancaires de la zone euro. Parallèlement, le filet de sécurité fourni par le programme OMT de la BCE demeure crucial. Les écarts de rendements qui compensent actuellement le risque des obligations d'Etat italiennes, espagnoles et allemandes très liquides devraient selon nous continuer de se contracter en raison des perspectives d'amélioration de l'économie.

Allocation recommandée du portefeuille obligataire



Source: ABN AMRO Private Banking

Perspectives du marché des changes

Le dollar US devrait s'apprécier

L'écart de rendement, moteur de la parité EUR/USD

L'un des sujets qui laisse les analystes des marchés financiers mondiaux perplexes est l'évolution de l'euro face au dollar. A court terme, le moteur de la parité est en fait relativement simple et directement corrélé aux écarts de taux d'intérêt. En effet, la courbe représentant l'évolution du spread de rendement des obligations d'Etat à deux ans des deux côtés de l'Atlantique reproduit fidèlement l'évolution du taux de change (cf. graphique).

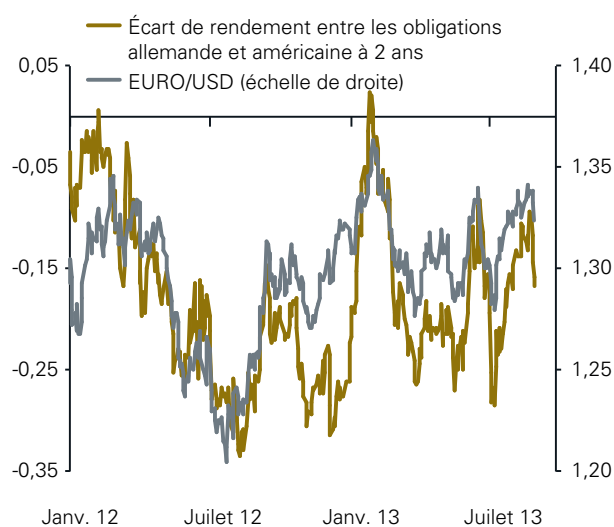
Selon nous, les fondamentaux augurent d'une appréciation du dollar vis-à-vis d'autres devises des pays développés en 2013 et en 2014. Cette opinion est largement étayée par notre prévision selon laquelle l'économie américaine surperformera et que les divergences en termes de politique monétaire favoriseront le billet vert. En Europe, nous anticipons que les banques centrales continueront de modérer les anticipations de hausse imminente des taux d'intérêt à court terme. D'autres facteurs favorables au dollar US apparaîtront, la baisse du déficit budgétaire des Etats-Unis et la révolution du gaz de schiste commençant à réduire les déséquilibres externes.

Les devises émergentes devraient se redresser jusqu'à ce que la Fed laisse entrevoir un tour de vis

La conjonction de la hausse des taux d'intérêt américains à long terme et de la correction des devises émergentes a fait ressurgir le spectre d'une crise des pays émergents. Mais la donne est cette fois sensiblement différente. En particulier, les fondamentaux des marchés émergents sont nettement plus solides qu'ils ne l'étaient et la croissance mondiale devrait à notre avis accélérer au cours des prochains trimestres. Parallèlement, nous sommes convaincus que le retrait des

mesures de relance de la Réserve fédérale sera très progressif. Une telle configuration devrait stimuler l'appétit pour le risque des investisseurs. Par ailleurs, l'accélération de la croissance mondiale soutiendra les exportations des marchés émergents. Dans ce contexte, nous prévoyons un redressement des devises émergentes au cours des prochains mois.

Taux de change euro/USD et écarts de rendement (%)



Source: Bloomberg, Etudes économiques du Groupe ABN AMRO

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandations
Devises	<p>Opinion positive sur le dollar US, à la faveur de la reprise économique.</p> <p>Le peso devrait bénéficier de la croissance américaine. La devise polonaise est séduisante en termes de croissance et de rendement.</p> <p>Opinion positive sur le yuan, même si nous prévoyons que son appréciation ralentira.</p>	<p>Devise favorite du G4 : USD</p> <p>Devise européenne favorite : couronne suédoise</p> <p>Devises émergentes favorites : peso mexicain et zloty polonais (par rapport à l'euro)</p> <p>Devise asiatique favorite : yuan chinois</p>

Prévisions

The best way out is always
through
Robert Frost

Recherche & Stratégie
et Etudes économiques du Groupe

Notre scénario central part du principe que les grands pays développés contribueront à l'accélération progressive de la croissance mondiale, qui devrait atteindre 3,8 % en 2014. Les économies émergentes conserveront un rythme de croissance raisonnable, redressant la barre après avoir décéléré en 2013, grâce à la demande des pays industrialisés.

Les risques pesant sur ce scénario incluent une décélération plus prononcée des pays en développement et un faux redémarrage de la croissance en Europe. Dans ce contexte, nous pensons que les banques centrales procéderont à un retrait prudent de leurs mesures de soutien monétaire.

Prévisions macroéconomiques (%)

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

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 sept. 2013	Stratégie active	Forward PER 2014
MSCI ACWI	370.22	Surpondéré	11.7
S&P 500	1655.08	Neutre	12.4
Euro Stoxx 50	2774.20	Neutre	10.2
FTSE-100	6532.44	Neutre	10.8
Nikkei 225	14064.82	Neutre	14.6
DAX	8234.98	Neutre	10.2
CAC 40	4006.80	Neutre	10.6
AEX	369.95	Neutre	10.9
Hang Seng Index	22598.00	Neutre	9.3
Shanghai SE Comp.	2122.43	Surpondéré	7.7
Straits Times Index	3039.45	Neutre	12.0

Surpondéré - Neutre - Sous-pondéré

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

	30 Aug 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014
Etats-Unis					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 mois	0,26	0,30	0,30	0,30	0,30
2 ans	0,40	0,60	0,95	1,30	1,75
10 ans	2,78	3,00	3,25	3,50	3,75
Allemagne					
BCE	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 mois	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20
2 ans	0,25	0,25	0,30	0,50	0,80
10 ans	1,85	2,00	2,10	2,30	2,50

Prévisions des changes

Monnaie	30 Aug 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014
EUR/USD	1,3212	1,20	1,20	1,15	1,10
GBP/USD	1,5479	1,45	1,45	1,40	1,36
EUR/GBP	0,8536	0,83	0,83	0,82	0,81
USD/CHF	0,9315	1,08	1,08	1,13	1,18
EUR/CHF	1,2307	1,30	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	98,32	110	112	115	118
EUR/JPY	129,91	132	134	132	130
USD/CAD	1,0533	1,06	1,06	1,06	1,07
AUD/USD	0,8919	0,86	0,86	0,84	0,82
NZD/USD	0,7751	0,76	0,76	0,76	0,75
EUR/NOK	8,0900	7,80	7,80	7,60	7,60
EUR/SEK	8,7599	8,30	8,20	8,20	8,00

Hedge funds

Pour une diversification ciblée

Recherche & Stratégie

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

Finis les hedge funds polyvalents. Notre approche consiste à mettre en œuvre des stratégies ciblées afin de générer des performances et compenser certains risques comme la sensibilité aux taux d'intérêt et l'exposition au marché d'actions. Les fonds de fonds multi-stratégies, ainsi que les fonds long/short fixed-income et crédit par exemple, représentent un bon outil de diversification des portefeuilles obligataires, tandis que d'autres stratégies (long/short equity et event-driven) peuvent servir à réduire le risque actions.

Améliorer la performance et réduire le risque obligataire

Depuis le début de l'année, les fonds de fonds multi-stratégies surperformer les fonds obligataires traditionnels tout en affichant une volatilité plus faible. Ce succès s'explique par le recentrage sur les stratégies exposées à la reprise économique (fonds event-driven et long/short equity). Les fonds multi-stratégies ont également bénéficié de la réduction de l'exposition aux stratégies d'arbitrage et aux fonds global-macro et commodity trading advisors (CTA). Cette approche leur a permis de réduire la sensibilité aux taux d'intérêt, tout en bénéficiant de rendements positifs lorsque l'économie a accéléré. Elle a toutefois pour inconvénient de renforcer la sensibilité aux corrections du marché d'actions, comme ce fut le cas en juin.

Les fonds absolute return, long/short fixed-income et crédit peuvent servir à enrichir un portefeuille obligataire classique. Ces fonds offrent un mandat plus flexible que les fonds obligataires traditionnels et sont en mesure d'investir dans un large éventail de segments obligataires, tout en couvrant les risques de taux d'intérêt.

Accroître la diversification des portefeuilles axés sur les actions

Les fonds long/short equity et event-driven, qui peuvent réduire le risque actions, ont généré de solides performances cette année. Ils ont bénéficié d'une intensification des fusions-acquisitions, des restructurations d'entreprises et d'un environnement propice à la sélection de valeurs. Nous recommandons de compléter les portefeuilles axés sur le risque actions soit par un fond de fonds investissant dans ces stratégies, soit par un panier dédié de fonds long/short equity et event-driven. Les fonds long/short equity qui gèrent de façon dynamique leur exposition nette au marché et les fonds event-driven qui couvrent activement leur exposition aux actions offrent un bon outil de diversification du risque des portefeuilles actions dynamiques.

Stratégie de hedge funds : nos recommandations

Positif sur les long/short equity et event-driven

Neutre sur les relative value

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

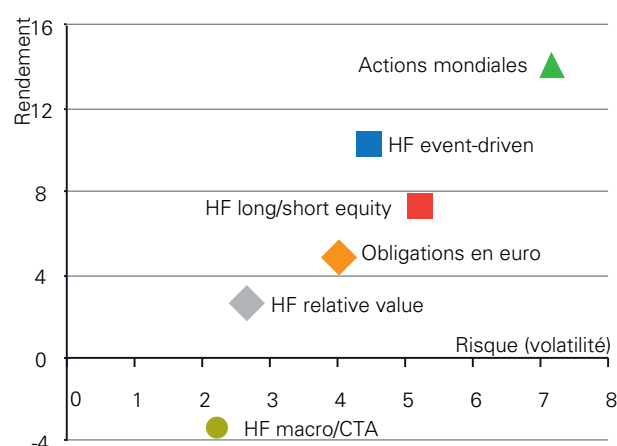
Long/short equity : L'environnement actuel, caractérisé par l'accélération de la dynamique de marché et une forte dispersion des valorisations des actions (au sein des secteurs et d'un secteur à l'autre), reste favorable aux fonds long/short equity.

Event-driven : Les perspectives des fonds event-driven restent prometteuses, notamment ceux privilégiant les situations spéciales ou ceux du secteur des communications, de la consommation, de la finance et de l'énergie.

Relative value : L'effet de diversification fourni par les fonds relative value a porté ses fruits jusqu'à présent cette année, alors que les autres stratégies de hedge funds ont enregistré des pertes, notamment en juin et en août. Nous ne préconisons donc pas de sous-pondération des stratégies relative value. Nous estimons toutefois que les autres stratégies davantage axées sur la croissance (long/short equity et event-driven) offrent plus de potentiel.

Macro/CTA (managed futures) : Les fonds macro/CTA ont déçu jusqu'à présent et nous ne prévoyons pas de rebond majeur de la performance. Bien que les fonds global-macro discrétionnaires se soient redressés ces derniers mois, les stratégies CTA ont été pénalisées par les retournements de tendance des marchés d'obligations et d'actions.

Risque et rendement sur un an des hedge funds par rapport aux obligations et aux actions (%)



Sources : Lipper Hindsight, période du 30 août 2012 au 30 août 2013

Matières premières

Désormais moins cycliques

Etudes économiques du groupe

Hans van Cleef – Economiste de l'énergie

Georgette Boele – Stratégie de change et matières premières

Opinion négative à court terme, mais neutre à plus long terme

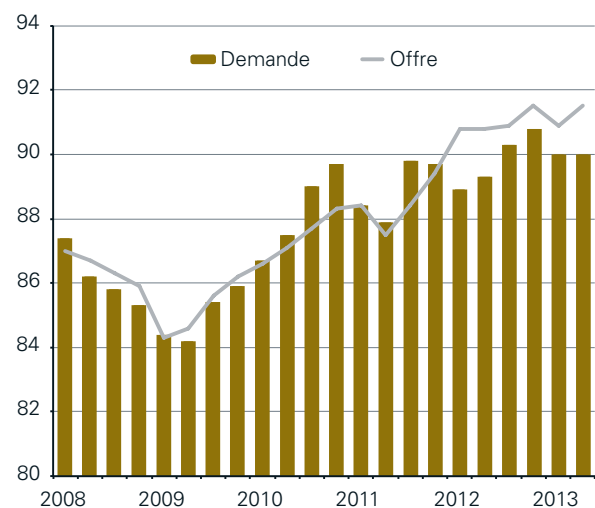
Depuis la fin juin, les matières premières se sont renchériées. Cette évolution tient à plusieurs facteurs : 1) des statistiques macroéconomiques mondiales meilleures que prévu, qui ont soutenu les matières premières cycliques, y compris les métaux de base, certains métaux précieux et l'énergie ; 2) la hausse des cours pétroliers, étayée par une augmentation de la prime de risque résultant des tensions au Moyen-Orient ; 3) la couverture des positions courtes ; 4) la demande physique de métaux précieux ; et 5) la demande de valeurs refuges telles que l'or et l'argent, alimentée par l'effritement des devises émergentes et la situation au Moyen-Orient. Globalement, les cours des matières premières sont supérieurs à nos prévisions à trois mois et nous anticipons une correction à la baisse. Notre opinion à court terme, qui s'appuie sur les composantes du Commodity Research Bureau (CRB) Index, est donc négative.

L'accélération de l'activité économique attendue fin 2013 et en 2014 absorbera l'offre excédentaire dont font l'objet la plupart des matières premières. Le recentrage de la Chine sur la consommation domestique au détriment de l'investissement ne tarira pas la demande chinoise de matières premières, mais celle-ci pourrait progressivement diminuer. Même avec un repositionnement sur la consommation domestique, l'activité de construction restera dynamique. Elle progressera toutefois à un rythme plus modéré. La demande de produits alimentaires augmentera aussi en Chine, dopant celle de matières premières agricoles.

Le ralentissement des mesures de relance monétaire aux Etats-Unis et la décélération de la croissance du crédit en Chine signeront la fin du financement bon marché. La baisse des prix des matières premières et la hausse des coûts du crédit compresseront les marges de production, avec à la clef une vague de restructurations et une efficacité accrue. Cette évolution pourrait entraîner une diminution de l'offre minière en 2015-2016. En conséquence, nous anticipons que les

matières premières cycliques, telles que les métaux de base, généreront de bonnes performances à un horizon d'un an, en fonction de l'équilibre de l'offre et de la demande. En revanche, nous prévoyons toujours un recul des cours du pétrole et de l'or. Dans l'ensemble, notre opinion à l'égard du CRB Index est neutre à un horizon d'un an.

L'intervalle persistant entre l'offre et demande de pétrole dans les millions de barils/jour



Source: Bloomberg

Classe d'actifs	Opinion fondamentale	Recommandation
Matières premières Neutre	Opinion négative à l'égard du CRB Index à court terme ; neutre à un horizon d'un an. Baissière sur le pétrole et l'or à court et moyen terme ; plus optimiste à l'égard des métaux.	Exposition large aux matières premières via des indices.

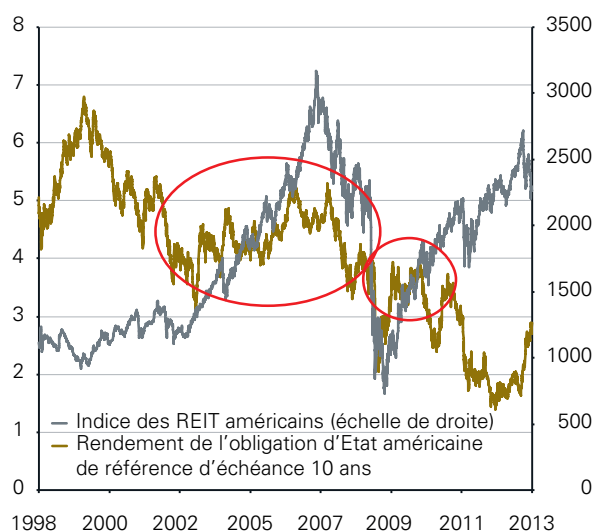
Immobilier

Après la tempête

Ces derniers mois, l'immobilier coté a sensiblement reculé, les REIT sous-performant le marché global. La correction a été spectaculaire aux Etats-Unis. Cette évolution était toutefois en partie attendue. Les REIT ont en effet tendance à être mal orientés en période de hausse des taux d'intérêt et à surperformer lorsque ces derniers se stabilisent (cf. graphique) et la période actuelle ne fait pas exception. Depuis que la Réserve Fédérale américaine a envisagé de ralentir ses achats d'actifs, les rendements des obligations du Trésor à dix ans ont progressé de 67pb et les REIT ont reculé de 13 %.

Une fois le choc de la correction absorbé, les flux de capitaux devraient se réorienter vers le secteur immobilier américain (surpondéré), à la faveur de la vigueur des fondamentaux des sociétés et d'une croissance des dividendes supérieure à la moyenne. La reprise américaine favorise les secteurs cycliques (hôtels, bureaux et sites industriels). Nos inquiétudes à l'égard de l'Europe (neutre) diminuent. Nous recommandons les sociétés de qualité, qui devraient bénéficier de valorisations intéressantes, de l'intérêt manifesté par les fonds d'investissement et d'une demande croissante. L'Asie, à l'exception notamment de l'Australie, offre en revanche moins d'attrait.

Performance des REIT américains par rapport aux rendements du bon du Trésor à dix ans



Sources : Bloomberg

Développement durable

Vers un nouveau bouquet
énergétique

La demande d'énergies moins coûteuses et la nécessité d'énergies plus propres ont modifié en profondeur le panorama énergétique des Etats-Unis, où le gaz de schiste a changé la donne. Du point de vue du développement durable et au-delà des avantages économiques relayés dans les médias, le gaz de schiste peut être considéré comme une meilleure alternative au pétrole, au charbon et dans une certaine mesure aux biocarburants dans la mesure où son exploitation empiète moins sur la production alimentaire. La principale difficulté consiste à rendre la technologie moins nuisible à l'environnement et à mettre en place une infrastructure de distribution.

En Europe, le gaz de schiste suscite plus de scepticisme. La région met en effet davantage l'accent sur les économies

d'énergie et les énergies renouvelables afin de respecter les objectifs de réduction des émissions de carbone. Les progrès technologiques, les processus efficaces et les économies d'échelle ont permis d'améliorer l'efficacité des énergies solaire et éolienne, désormais quasi aussi compétitives que les sources d'énergie traditionnelles. Des études ont également mis en exergue les risques auxquels seraient exposés les investisseurs dans le secteur des carburants fossiles si les dirigeants politiques maintiennent leurs objectifs de réduction des émissions d'ici 2050.

La révolution énergétique montre que des solutions plus durables peuvent être trouvées grâce à l'innovation et que celles-ci sont déjà présentes dans notre quotidien. Du point de vue des investisseurs, l'enrichissement de l'offre énergétique permet d'élargir l'éventail d'opportunités d'investissement.

Développement durable

Vincent van Assem – Senior Advisor

Capital investissement

L'art de la sélection

Recherche & Stratégie

Olivier Palasi – Responsable Private Equity

Selon nous, le capital investissement devrait attirer de nouveaux capitaux. L'année dernière fut extrêmement positive en termes de réalisation, puisque d'après les estimations, 2012 a vu la restitution aux investisseurs de près de 373 milliards de dollars, contre 392 milliards de dollars en 2011. Dans la mesure où les distributions permettent aux investisseurs de réinvestir le produit de leurs investissements dans de nouveaux partenariats, les activités de levée de fonds devraient connaître le même rythme soutenu jusqu'à la fin de l'année.

A total of 662 fonds de capital investissement ont été clôturés définitivement ou temporairement durant le premier semestre de l'année 2013, pour un montant cumulé de 270 milliards de dollars. Sous l'impulsion des fonds de dotations et des fonds de pension américains, l'Amérique du Nord est à elle seule responsable de 61 % des clôtures, soit une progression de 40 % par rapport aux six mois précédents.

Les gérants de fonds se disent satisfaits de l'évolution des sociétés en portefeuille. Les gérants spécialistes en rachats (buyout) sont parvenus soit à refinancer leurs investissements, soit à restructurer la dette. Le capital risque dans les technologies en croissance, qui allie du capital-risque à un stade plus avancé du cycle et des rachats, est devenu une classe d'actifs à part entière, qui génère des rendements élevés, supérieurs à ceux du capital risque.

La sélection, principal défi des gérants

Durant la phase de sélection d'un fonds, l'évaluation revient à anticiper quel sera à l'avenir le meilleur gérant de fonds. L'examen de l'historique des gérants montre combien il est difficile d'identifier ceux qui délivrent des performances constantes. Le graphique ci-dessous a été réalisé à partir d'une étude comparant les performances des fonds précédents (prédécesseurs) d'un gérant à celles de ses fonds ultérieurs (successeurs). Il met en lumière la durabilité des performances des gérants de capital investissement.

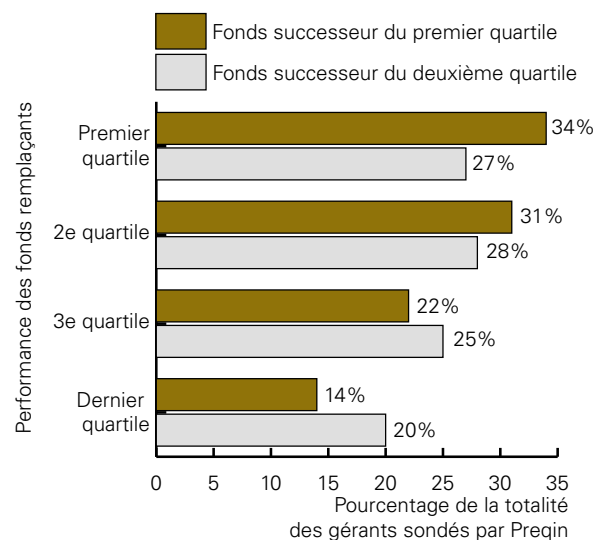
Les données analysées montrent que les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Seuls 34 % des gérants de fonds dont un fonds se classe dans le quartile supérieur renouvelleront la performance. À l'inverse, la probabilité qu'un gestionnaire du quartile supérieur n'enregistre pas des performances similaires pour ses fonds ultérieurs est de 66 %. L'étude a également montré que 27 % des gérants dont le fonds se situe dans le second quartile parviennent à classer un autre fonds dans le quartile supérieur. Nous pouvons en conclure

que le niveau d'expertise et la capacité à créer un flux d'opérations adéquat sont susceptibles d'être améliorés. En résumé, les performances des gérants ne sont pas toujours cohérentes. Par conséquent, la sélection d'un gérant et le processus de due diligence se doivent d'être dynamiques, au risque de perdre le fil d'un secteur en évolution permanente.

Opportunités régionales

En Europe, l'Allemagne est perçue comme le champion du capital investissement. Grâce à son ancrage industriel fort et à sa tradition de petites et moyennes entreprises, le pays est attrayant pour les investissements non cotés. En Asie, le capital investissement chinois a enregistré des performances décevantes qui ont causé un tassement des levées de fonds. Le nombre de premiers appels publics à l'épargne s'est effondré, entraînant dans son sillage les bénéfices des investisseurs. Le marché chinois du capital investissement devient mature, de sorte qu'il adopte progressivement les normes du secteur.

Performance des fonds succédant les gérants du premier et du deuxième quartiles



Sources : Preqin et ABN AMRO Private Banking

Performance et risques

Les actions restent la classe d'actifs de choix

Recherche & Stratégie

Hans Peters – Responsable du risque d'investissement

Emilia Bruera – Analyste du risque d'investissement

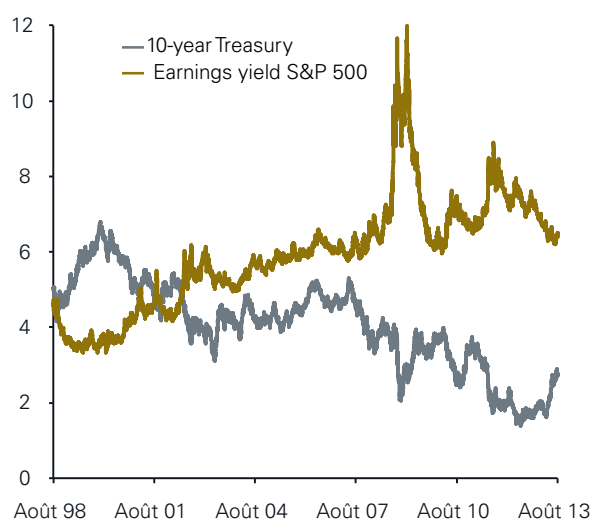
L'allocation d'actifs est actuellement caractérisée par une forte surpondération des actions (profils 2 à 6) et une sous-pondération des obligations (profils 1 à 5). S'agissant des hedge funds, dont le positionnement est axé sur la diversification, les profils 1 et 2 les surpondèrent, les profils 3 et 4 adoptent une position neutre et les profils 5 et 6 les sous-pondèrent. L'immobilier et les matières premières font quant à eux l'objet d'une pondération neutre. L'allocation vise à limiter l'exposition au risque de taux d'intérêt, tout en essayant de tirer parti des perspectives de reprise économique mondiale. Malgré la hausse récente des taux d'intérêt, la prime de risque des actions reste suffisante pour absorber de nouvelles augmentations, maintenant ainsi l'attrait relatif des actions par rapport aux obligations.

La prime de risque des actions, moteur de l'exposition tactique

Dans l'allocation d'actifs tactique actuelle, le principal facteur de risque est la polarité entre la surpondération des actions et la sous-pondération des obligations. Il convient donc d'évaluer si l'écart entre la prime de risque offerte par les actions, estimée à l'aune du rendement de l'indice S&P 500, et le rendement des bons du Trésor américain est suffisant. En dépit de la récente hausse des rendements engendrée par l'anticipation précoce d'un changement de cap monétaire de la part de la Réserve fédérale, l'écart en faveur des actions reste élevé (voir graphique). Il s'agit là d'un facteur de soutien, car les marchés d'actions qui ont le plus rebondi, les marchés américains, rémunèrent encore suffisamment le risque. Les deux facteurs susceptibles d'ouvrir la voie à un retour aux niveaux d'avant la crise sont une nouvelle

amélioration de la confiance et la hausse consécutive des rendements.

Comparaison du rendement réel de l'indice S&P 500 et du rendement du bon du Trésor américain à dix ans



Source: Bloomberg

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

	EUR						USD					
	22 mai 2003 au 30 août 2013*			2013 YTD (30 août 2013)			22 mai 2003 au 30 août 2013*			2013 YTD (30 août 2013)		
	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire	Stratégique	Tactique	Rendement excédentaire
Profile 1	54,9	64,4	6,1	0,9	0,2	-0,7	51,5	66,3	9,7	-1,6	-1,3	0,2
Profile 2	58,2	68,5	6,5	1,9	1,5	-0,4	58,6	72,8	8,9	0,2	0,6	0,4
Profile 3	73,6	94,4	11,9	3,0	2,8	-0,2	80,5	101,0	11,3	1,9	2,4	0,5
Profile 4	78,1	99,0	11,7	4,5	4,3	-0,2	89,5	108,1	9,8	4,2	4,5	0,3
Profile 5	88,1	112,9	13,2	6,0	5,4	-0,5	103,4	124,3	10,3	6,5	6,1	-0,4
Profile 6	91,7	115,8	12,6	7,1	6,2	-0,8	110,5	129,0	8,8	8,3	7,3	-0,9

* 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

In the long run, men hit only
what they aim at.
Henry David Thoreau

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	14	+9
Marchés des capitaux*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21
Marchés d'actions	0	0	10	0		15	0	30	24	+9
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	9	+4	5	0	70	7	+2
Marchés des capitaux*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Marchés d'actions	30	10	50	44	+14	50	20	70	64	+14
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	1	-4	5	0	60	0	-5
Marchés des capitaux*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Marchés d'actions	70	30	90	85	+15	85	40	100	95	+10
Placements alternatifs	10	0	30	5	-5	10	0	30	0	-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

Membre du Comité d'Investissement Global d'ABN AMRO

Didier Duret	didier.duret@ch.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 Fonteine	wim.fonteine@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 Neufilze OBC
Senior Investment Specialist and Advisory Delegate
Head Discretionary Portfolio Management Bethmann Bank

Etudes économiques du Groupe

Nick Kounis	nick.kounis@nl.abnamro.com
Georgette Boele	georgette.boele@nl.abnamro.com
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Head Macro Research
Coordinator FX and Commodity Strategy
Energy Economist

Recherche et stratégie obligataire

Stephen Evans	stephen.evans@sg.abnamro.com
Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@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
Senior Credit Analyst
Credit Analyst
Head Emerging Markets Bonds
Emerging Market Bond Analyst

Recherche et stratégie actions

Sybren 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

Développement durable

Vincent van Assem	vincent.van.assem@nl.abnamro.com
--------------------------	----------------------------------

Senior Advisor

Investissements alternatifs

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

Analyse quantitative et question du risque

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

Communication

La présente publication a été préparée par l'équipe Global Investment Communications.

Merci d'envoyer vos questions ou commentaires à l'équipe, à l'adresse I-Comms.Global@nl.abnamro.com.

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

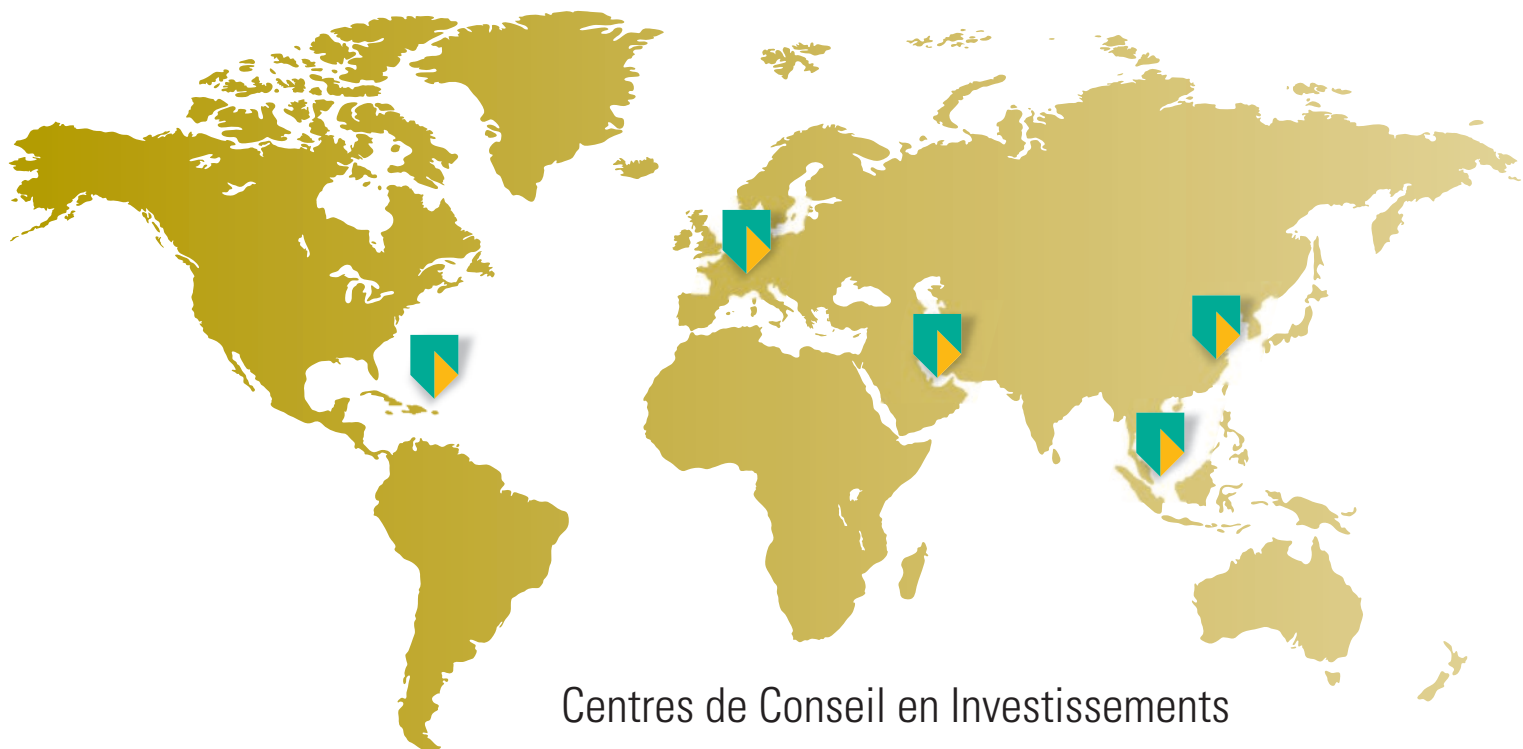
ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des indicateurs. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet d'amendements. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) des indicateurs. Les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