



Lettre du Conseil en investissement | Février 2023

Affronter le déluge de chocs

Après une année 2022 décevante, l'attention et les espoirs des investisseurs se tournent désormais vers 2023. Au cours de l'année précédente, la rotation en faveur des valeurs décotées, au détriment des valeurs de croissance, s'est accélérée. Cette dynamique entre valeurs de croissance et valeurs décotées étant généralement clé pour le positionnement d'un portefeuille actions, il convient de se demander quelle tendance prévaudra en 2023. Mais l'allocation en terme de style n'est bien évidemment pas le seul élément déterminant et dans le contexte économique actuel, le secteur bancaire notamment offre certaines opportunités.

Point marché et politique d'investissement

Les 5 chocs de l'année 2022 et leurs conséquences pour 2023, et au-delà – Partie I 2

Notre analyse

Les valeurs « de croissance » peuvent-elles rattraper les valeurs « décotées » ? 3

Focus valeurs

Le secteur bancaire 7

Les investisseurs ont été confrontés à 5 grands chocs en 2022, qui auront des conséquences à court et moyen terme sur les marchés financiers.

Le choc d'inflation est évidemment le plus commenté sur le front économique. D'abord car il a surpris une large majorité d'observateurs qui considérait l'inflation comme transitoire. Ensuite, car il faut remonter aux années 70 - dites de stagflation - pour retrouver les niveaux d'inflation constatés en cette fin d'année aux Etats-Unis et en Europe, respectivement à 7,1 et 10,1%.

La réponse des Banques centrales – brutale – constitue le deuxième choc : monétaire. D'une part, le redressement des taux d'intérêts est de très grande ampleur : les Banques centrales ont décidé de hausses de 75 points de base à plusieurs occasions ; la Banque centrale américaine a relevé son taux directeur de 425 points de base pour le porter à 4,25-4,50% mi-décembre 2022. D'autre part, ce durcissement s'opère à une vitesse inégalée depuis la fin des années 70.

Le troisième choc, géopolitique, tient bien sûr dans le conflit russo-ukrainien qui pose de multiples problématiques, en particulier liées aux enjeux de sécurité des Etats, énergétique ou encore alimentaire, dans un contexte toujours plus prégnant de bouleversements climatiques. Il en résulte de multiples chocs sur les marchés financiers. Nous en retiendrons 2 : les chocs de valorisation et de style.

Le choc de valorisation se matérialise par des corrections plus ou moins prononcées de plusieurs classes d'actifs. Elle est historique pour les obligations d'Etat, à l'instar de celles de la Zone euro qui chutent de 18,1% ! Elle est sensible sur les actions, qui subissent une importante décote. Fin 2021, le ratio cours sur bénéfices du MSCI World s'élevait à 21 ; un an plus tard, il est de 16.

C'est au sein de cette classe d'actifs Action que se matérialise notre dernier choc, le choc de style. Les valeurs dites de croissance, sous la pression du redressement des taux, corrigent ! Elles sous-performent le style Value de 24% pour l'indice MSCI World. Les GAFAM ou FANG n'échappent pas à cette tendance. Leur hégémonie boursière est remise en cause avec des corrections de 40% pour Alphabet, de l'ordre de 50% pour Amazon et Netflix, de 65% pour Meta et Tesla ! Seuls Apple et Microsoft « résistent », avec des reculs respectifs de 26 et 28%.

L'année 2023 commence, nul doute que certains de ces chocs résonnent fortement !

Réexposition progressive des portefeuilles

Dans ce contexte, nous avons déjà décidé de relever légèrement le poids des actions dans nos portefeuilles en octobre dernier, afin de réduire notre, forte, sous-pondération. Nous avons également augmenté le poids des obligations à neutre. Bien que moindre, nous conservons néanmoins cette sous-exposition aux actions, en raison des risques de récession et de contraction des bénéfices d'entreprises, qui ne sont, selon nous, pas complètement pris en compte par les investisseurs. Enfin les liquidités et actifs monétaires demeurent sur pondérés.

Au mois de janvier, nous avons équilibré l'allocation géographique de notre poche actions en adoptant un positionnement neutre sur l'ensemble des trois grandes régions que sont l'Europe (précédemment légèrement sous pondérée), les Etats-Unis (précédemment légèrement sur pondérés) et les marchés émergents (positionnement neutre maintenu). Nous considérons en effet que les perspectives pour l'Europe s'améliorent à court terme grâce notamment à un hiver relativement doux, qui a permis d'atténuer les conséquences de la crise énergétique, et à la réouverture de la Chine, à laquelle les économies européennes sont sensiblement exposées.

S'agissant de l'allocation sectorielle, nous avons également récemment réduit notre exposition aux secteurs défensifs, en augmentant le poids des valeurs industrielles (de sous pondéré à neutre) et de consommation discrétionnaire (en réduisant la sous pondération), ces dernières étant susceptibles de bénéficier d'une reprise de l'activité et de la consommation chinoise. A l'inverse nous avons réduit notre sur pondération sur le secteur de la santé (à légèrement surpondéré) et ramené notre exposition au secteur des consommations de base à neutre.

Enfin, dans le portefeuille obligataire nous avons ramené la sensibilité taux à neutre et conservons une préférence pour les actifs les moins risqués tels que les obligations souveraines et d'entreprises de qualité.

Département des investissements

Olivier Raingeard

Responsable de la stratégie actions

Les valeurs « de croissance » peuvent-elles rattraper les valeurs « décotées » ?

La dynamique entre les valeurs de croissance et les valeurs décotées est généralement un élément clé dans les décisions d'investissement. En ce début d'année, cette analyse s'avère essentielle pour positionner son portefeuille actions.

A plusieurs égards, 2022 restera dans les annales. Non seulement les marchés d'actions ont affiché des performances négatives, mais les obligations corrigent également fortement, pénalisées par une hausse, importante et rapide, des taux d'intérêts. Ainsi, les investisseurs ayant privilégié une stratégie traditionnelle d'allocation d'actifs dite « 60/40 » (soit composée de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations) ont connu l'une de leur pire année.

S'agissant des perspectives pour 2023, le sentiment des investisseurs semble, pour l'heure, osciller entre craintes et espoirs. Ils attendent des performances meilleures que l'an passé, mais en même temps, s'inquiètent de la détérioration des perspectives économiques. Dans ce schéma, l'allocation d'actifs joue un rôle essentiel. Il convient en outre d'opérer, au sein de chacune des classes d'actifs, une sélection rigoureuse, en matière de secteurs, de régions, de thèmes ou encore de styles d'investissement.

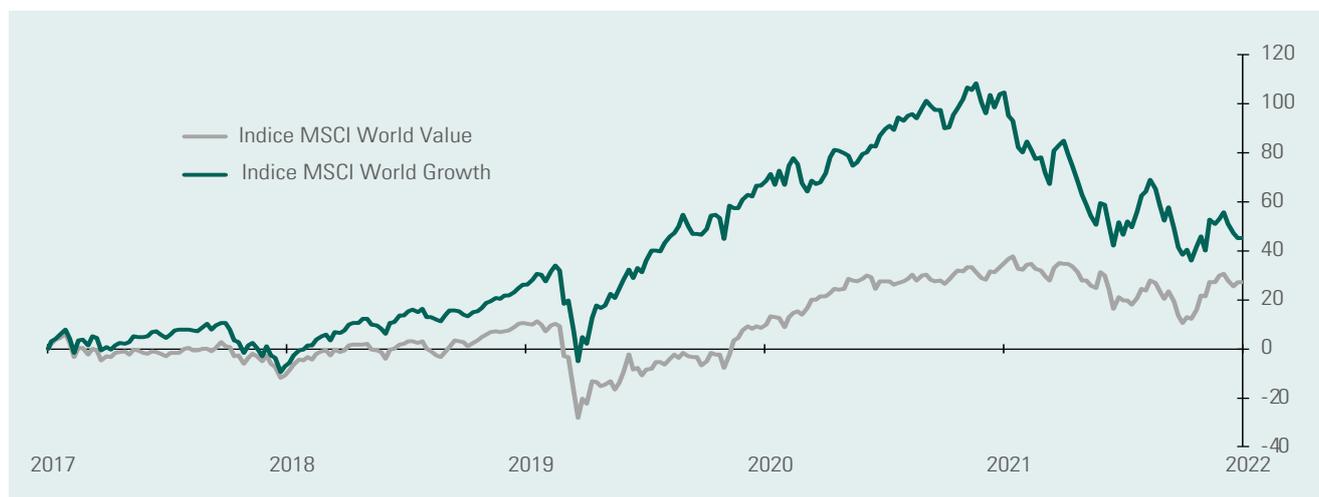
Valeurs décotées ou valeurs de croissance : quelle est la différence ?

En 2022 l'écart de performance entre les titres décotés et de croissance a été importante. Après une évolution presque de concert tout au long de 2021, les valeurs décotées affichent une nette surperformance en 2022 (voir graphique 1).

Avant d'analyser l'origine de cette divergence, il convient de rappeler les principales caractéristiques de chacune de ces catégories. Une valeur décotée se traite généralement à un cours inférieur à sa « juste valeur » et affiche un ratio cours/bénéfices ou cours/valeur comptable, faible. Elle peut également offrir un rendement du dividende élevé. Historiquement, ces titres se comportent relativement bien en période de récession, car une valorisation déjà faible offre une certaine protection à la baisse. La période de sortie de récession est généralement une période favorable aux valeurs décotées les plus sensibles au cycle économique, dans la mesure où leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices retrouvent rapidement le chemin de la croissance. Ces titres décotés se trouvent typiquement dans les secteurs de la finance, de l'énergie, des matériaux de base, de l'automobile et des télécommunications.

Les valeurs de croissance, pour leur part, se traitent en règle générale à des multiples plus élevés. Elles affichent une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure à la moyenne, et un rendement du dividende généralement faible voire nul. Cela est dû au fait que les sociétés de croissance

Figure 1 : Performance des indices MSCI World Value et MSCI World Growth



choisissent habituellement de réinvestir leurs bénéfices pour financer leur développement. Les sociétés de logiciels, les plateformes de commerce électronique et les acteurs du secteur des énergies renouvelables sont autant d'exemples de valeurs de croissance.

La croissance, un style délaissé en 2022

Au cours des 10 dernières années, les valeurs de croissance ont en grande partie surperformé les valeurs décotées. L'adoption généralisée des solutions cloud ont contribué au fort développement des sociétés technologiques, et cette tendance s'est encore accélérée pendant la pandémie. De plus, dans l'environnement de taux bas qui prévalait alors, la valorisation de ces titres, selon la méthode d'actualisation des bénéfices anticipés, était plus élevée contribuant d'autant plus à la hausse des cours.

Mais la remontée des taux d'intérêts a provoqué un changement des conditions de marché en 2022. Dans la zone euro, les taux d'intérêts sont repassés en territoire positif, tandis qu'aux Etats-Unis les rendements des bons du Trésor à dix ans ont atteint des niveaux jamais vus depuis la crise financière de 2008-2009. Les Banques centrales, ayant été contraintes de relever leurs taux directeurs pour tenter de maîtriser une inflation beaucoup plus persistante que prévu, ont donc été à l'origine de cette situation.

Le changement de cap des institutions monétaires a provoqué une rotation de style sans précédent sur les marchés financiers en 2022. Les valeurs de croissance, en particulier les moins solides financièrement, se sont retrouvées sous pression, tandis que d'autres segments de marché en ont bénéficié. C'est le cas par exemple des banques et des compagnies d'assurance. Les secteurs défensifs, tels que les biens de consommation de base, la santé et les services

aux collectivités, ont également enregistré de bonnes performances, étant relativement moins sensibles à la détérioration des perspectives économiques.

En matière de performance, le secteur de l'énergie a affiché la plus forte hausse en 2022. En effet, après des années de sous-performance structurelle, les valeurs de l'énergie ont rebondi fortement. Les prix du pétrole se sont envolés, dans un contexte post pandémie marqué par des économies convalescentes et une offre en énergie relativement limitée après des années d'investissement réduit dans les capacités de production. La guerre en Ukraine est venue perturber davantage l'approvisionnement, maintenant ainsi le prix du baril à un niveau élevé. Par conséquent les sociétés pétrolières et gazières étaient naturellement bien placées pour bénéficier de cette évolution.

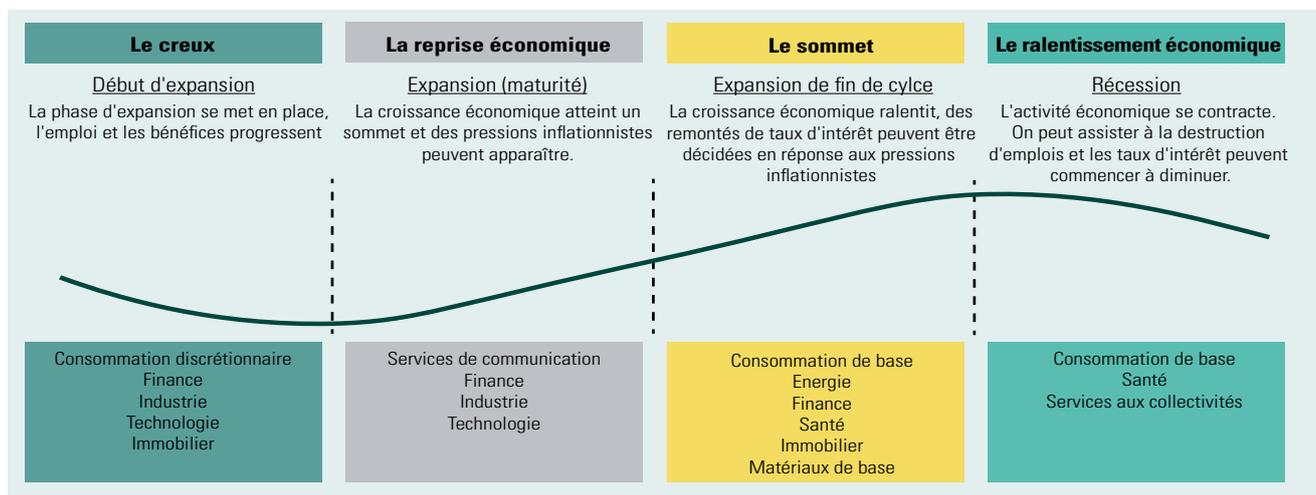
L'écart de performance devrait persister

En 2023, valeurs décotées et valeurs de croissance devraient continuer à s'opposer, rendant difficile la construction de son portefeuille. Dès lors, quels secteurs et quels titres convient-il de privilégier cette année ? En dépit d'une déformation de certains indicateurs économiques engendrée par la pandémie, à l'instar du gonflement anormal du budget des ménages dans une économie américaine axée sur la consommation, l'analyse du cycle économique n'en reste pas moins essentiel (voir graphique 2). Elle permet de déterminer dans quelle phase du cycle se trouve l'économie et d'identifier les secteurs qui, au regard des données historiques, sont susceptibles d'afficher les meilleures performances dans cet environnement.

Perspectives sectorielles

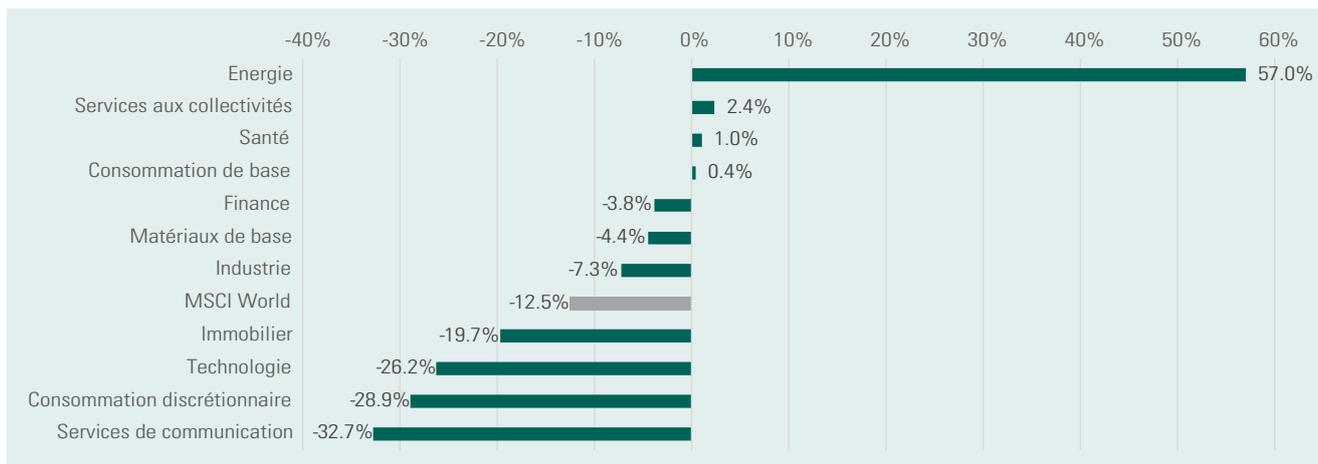
En observant l'indice des valeurs internationales (le MSCI World), le premier constat est qu'en 2022, les secteurs de

Figure 2 : Les quatre phases du cycle économique



Source : Schwab Sector Views, ABN AMRO Global Investment Centre

Graphique 3 : Performances sectorielles en 2022



Source : Bloomberg

la consommation de base, de l'énergie, de la finance, de la santé, des services aux collectivités, de l'industrie et des matériaux ont surperformé. A l'inverse, l'immobilier, la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont été délaissés par les investisseurs (voir graphique 3). Cette évolution coïncide plus ou moins avec la phase de ralentissement de la croissance économique.

Notre scénario central prévoit l'entrée en récession des économies développées, où les banques centrales poursuivent leurs politiques de resserrement monétaire (hausse des taux d'intérêts). En zone euro, l'économie devrait se contracter au premier semestre 2023, tandis qu'aux États-Unis, la récession, plus modérée, devrait intervenir au second semestre de l'année. L'économie mondiale entrera alors en phase de contraction, un environnement généralement plus favorable aux secteurs défensifs tels que la santé, les services aux collectivités et les biens de consommation de base, les bénéfices des entreprises au sein de ces secteurs étant moins sensibles à l'évolution du cycle économique. Une allocation sectorielle (légèrement) en faveur de ces secteurs dits défensifs est donc à privilégier.

Ceci étant, certains secteurs décotés, à l'instar de la finance et de l'énergie, pourraient néanmoins s'avérer attractifs. Il est certes possible que ces deux secteurs cycliques subissent les effets d'une récession, mais les valeurs financières devraient continuer de bénéficier de la hausse des taux d'intérêts et de la solidité financière des entreprises et des ménages. S'agissant des valeurs de l'énergie, celles-ci devraient encore profiter des prix élevés du pétrole, de la réouverture de la Chine et des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. La transition énergétique pourrait également jouer en faveur de ce secteur, même si nous sommes d'avis que certaines sociétés industrielles sont mieux placées pour bénéficier de cette tendance.

Bien que les marchés financiers aient tendance à se projeter sur un horizon de six à neuf mois et bien qu'il soit possible qu'ils anticipent un assouplissement des politiques monétaires dans un avenir proche, il est probablement encore trop tôt pour arbitrer son portefeuille complètement en faveur des secteurs de croissance. Pour autant, dans un environnement de marché incertain, la diversification reste essentielle. Il est, par conséquent, recommandé de ne pas négliger les valeurs de croissance, étant donné qu'elles bénéficient majoritairement de tendances fortes de long terme, telles que la transition énergétique, la transition numérique et le vieillissement démographique.

Département des investissements

Arthur Boelman
Analyste actions

Joost Olde Riekerink
Analyste actions

Tableau 3 : Solutions d'investissement

Actions	CUR	Sector	Country	ISIN
Ahold Delhaize	EUR	Consommation de base	Pays-Bas	NL0011794037
Air Liquide *	EUR	Matériaux de base	France	FR0000120073
Albemarle *	USD	Matériaux de base	Etats-Unis	US0126531013
Allianz *	EUR	Finance	Allemagne	DE0008404005
American Tower Corp *	USD	Immobilier	Etats-Unis	US03027X1000
ASML Holding	EUR	Technologie	Pays-Bas	NL0010273215
AstraZeneca *	GBP	Santé	Grande Bretagne	GB0009895292
Bank of America *	USD	Finance	Etats-Unis	US0605051046
Berkshire Hathaway *	USD	Finance	Etats-Unis	US0846707026
Cap Gemini *	EUR	Technologie	France	FR0000125338
Costco Wholesale Corp *	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US22160K1051
DSM	EUR	Matériaux de base	Pays-Bas	NL0000009827
Estee Lauder *	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US5184391044
Cigna *	USD	Santé	Etats-Unis	US1255231003
JP Morgan *	USD	Finance	Etats-Unis	US46625H1005
Medtronic *	USD	Santé	Etats-Unis	IE00BTN1Y115
Nestle *	CHF	Consommation de base	Suisse	CH0038863350
Nike *	USD	Consommation discrétionnaire	Etats-Unis	US6541061031
Palo Alto *	USD	Technologie	Etats-Unis	US6974351057
Roche *	CHF	Santé	Suisse	CH0012032048
SBM Offshore	EUR	Energie	Pays-Bas	NL0000360618
Schneider Electric *	EUR	Industrie	France	FR0000121972
Shell	EUR	Energie	Grande Bretagne	GB00BP6MXD84
Starbucks *	USD	Consommation discrétionnaire	Etats-Unis	US8552441094
STMicroelectronics *	EUR	Technologie	France	NL0000226223
Totalenergies *	EUR	Energie	France	FR0000120271
UB Group *	CHF	Finance	Suisse	CH0244767585
Unilever	EUR	Consommation de base	Grande Bretagne	GB00B10RZP78
Veolia environnement *	EUR	Services aux collectivités	France	FR0000124141
Vinci *	EUR	Industrie	France	FR0000125486
Volkswagen *	EUR	Consommation discrétionnaire	Allemagne	DE0007664039
Xylem *	USD	Industrie	Etats-Unis	US98419M1009

Data per 5 January 2023

Source: ABN AMRO Oddo BHF; Morningstar pour les autres

Le secteur bancaire

Après les difficultés auxquelles les investisseurs ont été confrontés en 2022, ces derniers vont devoir évoluer dans un environnement économique encore compliqué en 2023. Les 12 prochains mois devraient donc être caractérisés par une forte volatilité, et ce, en raison de tendances monétaire, économique et financières, contraires. En outre, il est attendu que le risque géopolitique reste élevé pour trois raisons : la poursuite de la guerre en Ukraine, les tensions accrues opposant les États-Unis et la Chine et la crise énergétique frappant particulièrement l'Europe.

Dans la mesure où nous anticipons une (légère) récession, nous continuons de préconiser une approche défensive. Pour autant, le secteur financier, traditionnellement qualifié de « décoté » et cyclique, présente un certain attrait, et plus particulièrement le segment bancaire. Que dire de l'évolution du secteur bancaire dans les conditions, actuelles et attendues, de marché ? Où se trouvent les risques et les opportunités ? Doit-on s'intéresser aux banques cette année ?

Les banques et l'économie

Les investisseurs le savent : les banques sont un produit de leur économie. Par conséquent, en phase de récession, l'augmentation des pertes liées aux activités de crédit impacte généralement négativement leurs bénéfices. Bien entendu, cette situation peut varier sensiblement entre les États-Unis et l'Europe et ce, en raison de facteurs multiples. À l'heure actuelle, plusieurs indicateurs laissent présager une récession : l'inversion de la courbe des taux, la baisse des indicateurs sur le marché immobilier et le recul constant des indicateurs économiques avancés. Historiquement, la performance des valeurs bancaires s'inscrit dans le sillage de l'évolution des indicateurs économiques avancés (voir graphique 1). Seule l'année 2001 a fait exception à la règle. Dans le même temps, d'autres indicateurs suggèrent que la récession n'est pas imminente, à l'instar du marché de l'emploi qui demeure vigoureux (surtout aux États-Unis) et du bilan, solide, des consommateurs et des entreprises.

Les taux d'intérêts

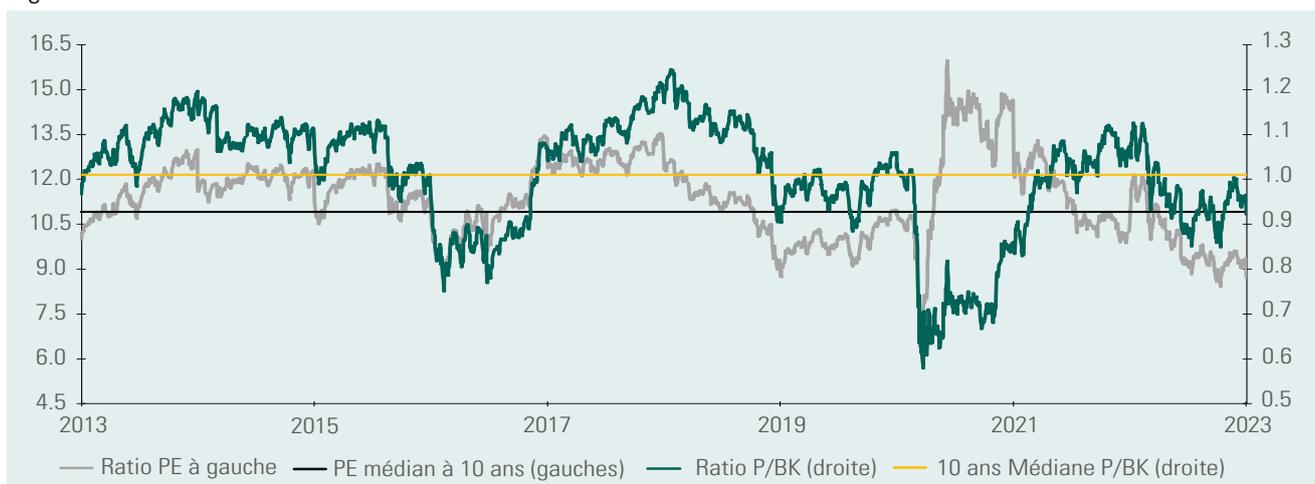
Mais le niveau des taux d'intérêt est également à prendre en compte. En période de resserrement monétaire, les banques bénéficient dans un premier temps de la hausse des taux d'intérêts à court terme. Mais dès lors que l'économie entre en récession (sévère), des taux élevés peuvent engendrer une augmentation des pertes de crédit. Pour l'heure, la hausse des taux d'intérêts à court terme se traduit par

Figure 1 : Évolution comparée de la performance des banques et des indicateurs avancés



Source : Bloomberg; RBC Capital Markets

Figure 2 : Évolution de l'indice MSCI World Banks



PE = price / earnings ou cours / bénéfices en français

P/BK = price / book ou cours / actif net

Source : Bloomberg ; ABN AMRO Global Investment Centre

une forte hausse des marges d'intérêts du secteur. Pour 2023, nous anticipons un ralentissement de la croissance des produits d'intérêts au second semestre en raison d'une stabilisation, voire d'un fléchissement, de la croissance des marges d'intérêts et d'une stabilisation des encours de crédit. Malgré cela, les revenus tirés des commissions devraient se redresser à la faveur d'une amélioration des conditions sur les marchés financiers, de la gestion d'actifs et de la gestion patrimoniale, ainsi qu'à une hausse des commissions prélevées sur les dépôts et les prêts. Dans l'ensemble, la croissance des revenus bancaires en 2023 devrait être identique à celle observée en 2022.

Solidité financière

Grâce aux évolutions réglementaires mises en place après la crise financière de 2008-2009, le secteur bancaire est aujourd'hui mieux armé pour résister aux tensions financières et aux difficultés économiques. Non seulement les banques ont augmenté leurs niveaux de fonds propres et de liquidités, mais elles ont aussi réduit, dans une large mesure, l'exposition aux risques de leurs bilans. Les niveaux actuels de fonds propres permettent un rendement actionnarial (dividendes et rachats d'actions) avantageux et favorisent la croissance, tout en permettant de constituer un coussin de sécurité qui leur permettra de traverser plus sereinement d'éventuelles conditions économiques défavorables. Pour l'année à venir, les dividendes seront probablement maintenus, voire augmentés. Il s'agit là d'une différence majeure par rapport à 2008-2009, où la plupart des banques avait réduit ou supprimé la distribution de dividendes.

Des valorisations attractives et un rôle crucial pour la qualité du crédit

En 2023, le taux de croissance du bénéfice par action devrait s'élever à presque 12,5 % pour les banques américaines et

environ 7 % pour les banques européennes.¹ Cette croissance est attribuable à la solidité des produits d'intérêts nets, à la croissance modérée des prêts et à un volume de pertes sur prêts maîtrisé. En raison des inquiétudes des investisseurs concernant l'économie et l'évolution du coût du crédit, les valorisations des banques ont été sous pression en 2022 (voir graphique 2). Cela n'est cependant pas étonnant, dans la mesure où l'économie va marquer le pas en 2023 et le coût du crédit devrait se normaliser. Nous pensons toutefois qu'en raison de la solidité, de la résilience et de la qualité des portefeuilles de prêts et de crédits, les pertes sur prêts seront acceptables et que, lorsque les investisseurs reprendront confiance dans les perspectives de crédit, les valorisations des banques pourraient repartir à la hausse.

Un optimisme teinté de prudence

En ce début d'année 2023, nous restons optimistes, mais prudents, à l'égard des banques. Malgré un environnement économique moins favorable, les revenus de celles-ci devraient continuer de bénéficier de la hausse des taux d'intérêts et d'une croissance plus élevée des revenus tirés des commissions. En ce qui concerne la qualité des actifs et les niveaux de fonds propres, les banques sont solidement armées pour faire face à la normalisation du coût du crédit. Si le ralentissement économique venait à s'intensifier, les banques pourraient être en mesure de surperformer le reste du marché, dans la mesure où les investisseurs reprennent confiance dans les perspectives de crédit lorsque les banques parviennent à garder le cap.

Département des investissements

Joost Olde Riekerink

Analyste actions

¹ Source : Bloomberg

Tableau 3 : Solutions d'investissement

Company	Rating	CUR	Sector	Country
Barclays *	GBP	Finance	Grande-Bretagne	GB0031348658
BNP Paribas *	EUR	Finance	France	FR0000131104
ING Groep	EUR	Finance	Pays-Bas	NL0011821202
UBS Group*	CHF	Finance	Suisse	CH0244767585
Bank of America *	USD	Finance	Etats-Unis	US1729674242
Citigroup *	USD	Finance	Etats-Unis	US1729674242
Goldman Sachs *	USD	Finance	Etats-Unis	US38141G1040
JP Morgan *	USD	Finance	Etats-Unis	US46625H1005
US Bancorp	USD	Finance	Etats-Unis	US9029733048

5 Janvier 2023

Source: ABN AMRO Oddo BHF; Morningstar pour les autres



Avertissement

La présente documentation a été préparée par la Banque Neufilze OBC supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers en liaison avec la Société de gestion ABN AMRO Investment Solutions supervisée par l'Autorité des Marchés Financiers. Les données relatives aux valeurs ont été fournies par l'Investment Advisory Centre (IAC) d'ABN AMRO Bank NV soumise à la supervision de la De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autoriteit Financiële Markten et les services de Morningstar.

Cette documentation est exclusivement fournie à titre informatif et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'achat ou de vente ou une incitation à s'engager dans un quelconque investissement ni un conseil en investissement. En tout état de cause les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. De même, aucun élément de la Documentation ne constitue un conseil financier, juridique, fiscal ou autre ni ne saurait fonder une décision de placement ou une autre décision. Elle repose sur des informations considérées comme fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à son exactitude, fiabilité ou son exhaustivité compte tenu, notamment, des délais de mise à jour, de traitement et de contrôle à effectuer. 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 conformité peuvent nous en empêcher.

Les opinions, prévisions, suppositions, estimations, valorisations dérivées et objectifs de cours fournis dans la présente Documentation sont seulement valables à la date indiquée et peuvent être modifiées 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 conseil professionnel avisé. Tout cours d'un titre ou instrument financier 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 la Banque Neufilze OBC ni ABN AMRO Investment Solutions ni quiconque ne saurait être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, tels que pertes financières, manque à gagner, perte quelconque résultant d'une erreur ou d'une information découlant de quelque manière que ce soit des informations contenues dans la présente documentation.

La présente Documentation est destinée uniquement aux destinataires désignés. Toute présentation, reproduction, copie de même que toute transmission (par voie électronique ou par tout autre moyen), de tout ou partie de son contenu à quelque fin que ce soit est interdite sans consentement explicite préalable d'ABN AMRO, de la Banque Neufilze OBC ou ABN AMRO Investment Solutions. La présente documentation est exclusivement destinée à être distribuée à la clientèle privée ou clientèle de détail. Toute distribution à des clients privés/de détail, dans un pays dans lequel 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. L'analyse dans le présent rapport est préparée par la personne(s) agissant en sa qualité d'analyste pour Morningstar. Les opinions exprimées dans le rapport sont fournies de bonne foi, à la date du rapport, et sont sujettes à changement sans préavis. Ni l'analyste ni Morningstar ne s'engagent à l'avance sur une mise à jour du rapport ou une date de mise à jour. L'analyse écrite et la note sous forme d'étoiles des actions Morningstar sont des opinions; ce ne sont pas des énoncés de faits.

Restrictions de distribution en vertu de la réglementation américaine

Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neufilze OBC ni ABN AMRO Investment Solutions ne sont 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. Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neufilze OBC ou ABN AMRO Investment Solutions ne sont non plus un conseiller en placement enregistré au sens de l'U.S. Investment Advi-

sers 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., la Banque Neufilze OBC ou ABN AMRO Investment Solutions y compris (sans s'y limiter) les produits et services décrits dans la présente, ne sont par conséquent destinés aux citoyens ou résidents américains et assimilés, en vertu de la réglementation américaine («US Person»). Ni la présente Documentation, ni aucune copie de celle-ci ne pourra être envoyée, introduite ou distribuée aux Etats-Unis ou à une US Person.

Autres Restrictions de distribution

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 aux personnes se trouvant dans des pays dans lesquels (en raison de la nationalité de ces personnes ou pour d'autres raisons) l'offre, la vente et/ou distribution des produits ou la publication ou la mise à disposition de cette Documentation est interdite ou illégale. Les personnes qui entrent en possession de la présente Documentation ou d'une copie de celle-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.

Critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des critères. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet de modifications. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) de ces critères ou indicateurs. Les critères ou 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 critères ou indicateurs constituent une opinion relative à une période donnée sur la base de différentes considérations de développement durable. L'indicateur de développement durable n'est qu'une indication prenant en compte les critères de développement durable d'une société dans son secteur.

Conflits d'Intérêts dans des entreprises citées

ABN AMRO peut détenir une part importante des actions ou un intérêt financier significatif dans la dette de sociétés dont les titres sont visés dans la présente Documentation. ABN AMRO peut tenir actuellement un marché pour les titres de ces sociétés et procéder par ailleurs à l'achat et à la vente des titres de ces sociétés en qualité de mandant et percevoir une rémunération pour ses services de banque d'investissement de la part de ces sociétés ou 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.

ABN AMRO ou ses dirigeants, administrateurs, participant 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 contrats à terme, 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.

Glossaire

Les obligations : principaux risques et termes techniques

Le risque de contrepartie est le risque que le débiteur ne puisse pas faire face à ses engagements financiers. Plus la situation financière et économique de l'émetteur d'un instrument financier est faible, plus le risque de ne pas être remboursé (ou de ne l'être qu'en partie seulement) est grand (défaut de l'émetteur, faillite de l'entreprise).

Le risque de liquidité est le risque de ne pas pouvoir acheter ou vendre un actif rapidement. La liquidité d'un marché est fonction notamment de son organisation (bourse ou marché de gré à gré), mais également de l'instrument considéré sachant que la liquidité d'un instrument financier peut évoluer dans le temps et est directement liée à l'offre et la demande.

Le risque de change traduit le fait qu'une baisse des cours de change peut entraîner une perte de valeur d'avoirs libellés en devises étrangères. De même, la hausse des taux de change peut entraîner une hausse de valeur en monnaie nationale d'engagements libellés en devises étrangères.

Le risque de « spread » peut apparaître si vous décidez de sortir avant échéance. En effet, si les « spreads » augmentent, vous risquez de subir une moins-value. La marge actuarielle ou le «spread» d'une obligation est l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation et celui d'un emprunt sans risque de durée identique. Le « spread » est naturellement d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne.

Le risque de taux d'intérêt est lié à une évolution défavorable des taux d'intérêt, et au fait que la valeur relative d'un instrument financier, notamment une obligation, baisse en raison d'une hausse des taux d'intérêts.

Duration : La duration est une mesure de la durée de vie moyenne d'une obligation. Elle croît avec celle-ci et lorsque les taux d'intérêt diminuent sur le marché. Elle mesure le temps à partir duquel la valeur de l'obligation ne dépend plus des fluctuations des taux d'intérêt.

Dette subordonnée : Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers. En contrepartie du risque supplémentaire accepté, les créanciers subordonnés exigent un taux d'intérêt plus élevé que les autres créanciers.

Actions : les indices boursiers mentionnés dans ce document

MSCI World Consumer Staples Index : indice représentatif des principales valeurs internationales du secteur de la consommation de base au niveau mondial.

Actions :

CAC40 : indice représentatif du marché action français composé de 40 valeurs DJ Euro Stoxx 50 : indice représentatif du marché action de la zone euro composé de 50 valeurs

DJ 600 : indice représentatif des 600 plus grandes valeurs mondiales

MSCI World : indice représentatif des principales valeurs cotées sur les grands marchés actions internationaux

SBF120 : indice représentatif du marché action français composé de 120 valeurs

CAC mid & small : indice représentatif des moyennes et petites capitalisations du marché français

MSCI Europe : indice représentatif du marché action européen

DJ Stoxx 600 : autre indice représentatif du marché action européen (intégrant

le Royaume Uni)

DJ Euro Stoxx : indice représentatif du marché action de la zone euro

FSTE 100 : indice représentatif du marché action britannique composé de 100 valeurs

DAX 30 : indice représentatif du marché action allemand composé de 30 valeurs

SMI : indice représentatif du marché action suisse

IBEX 35 : indice représentatif du marché action espagnol

MIB : indice représentatif du marché action italien

MSCI USA : indice représentatif du marché action américain

S&P500 : indice représentatif du marché action américain composé de 500 valeurs

Dow Jones : indice représentatif du marché action américain composé de 30 valeurs

Nasdaq : indice représentatif du marché action américain des valeurs de croissance

MSCI Asie ex Japon : indice représentatif du marché action asiatique hors Japon

Nikkei : indice représentatif du marché action japonais composé de 225 valeurs

MSCI Emergent : indice représentatif des marchés action émergents

MSCI Asie Emergente : indice représentatif des marchés action émergents asiatiques

MSCI Europe Emergente : indice représentatif des marchés action émergents européens

MSCI Amérique Latine : indice représentatif des marchés action d'Amérique Latine

MSCI Chine : indice représentatif du marché action chinois

MSCI Inde : indice représentatif du marché action indien

MSCI Brésil : indice représentatif du marché action brésilien

Euro MTS Global : indice représentatif du marché de dettes souveraines de la Zone euro

Euro MTS 5-7 ans : indice représentatif du marché des dettes souveraines de la Zone euro sur des maturités comprises entre 5 et 7 ans

Obligations : les principaux indices boursiers

Euro Corporate : indice représentatif du marché de dette des entreprises de la Zone euro

Euro High Yield : indice représentatif du marché de dette des entreprises à haut rendement de la Zone euro

Matières Premières : le principal indice boursier

CRB : indice représentatif du marché des matières premières