



Lettre du Conseil en investissement | Juin 2021

Reprise économique

Afin de contrer les effets de la crise sanitaire provoquée par la pandémie de coronavirus, les banques centrales et les gouvernements ont mis en place des mesures de soutien à l'économie sans précédent. Outre leurs implications économiques et sociales, ces plans présentent des risques et des opportunités pour les investisseurs.

Point marché et politique d'investissement

Euphorie ? 2

Analyse

Relance budgétaire et reprise économique 4

Focus valeurs

Plans de relance : coup de pouce ou frein ? 8

Euphorie ?

Depuis quelques mois, la progression des indices actions et de certaines cryptomonnaies comme le Bitcoin, attire l'attention des investisseurs. Certains y voient les signes d'une euphorie boursière voire d'une « exubérance irrationnelle ». Cette expression, employée par l'ancien responsable de la Réserve fédérale américaine Alan Greenspan dans les années 1990, était une mise en garde contre une probable surévaluation du marché des actions dans le contexte de la bulle internet.

Les outils de valorisation traditionnels que sont le ratio cours sur bénéfices, actuels ou anticipés, ou le ratio cours sur valeur comptable constituent un autre signal de survalorisation des marchés. En effet, l'indice des actions internationales, le MSCI World, avec un ratio cours sur bénéfices actuels de 25 et un ratio cours sur bénéfices anticipés de 20, se traite actuellement à des multiples supérieurs à sa moyenne de long terme (voir graphique 1)

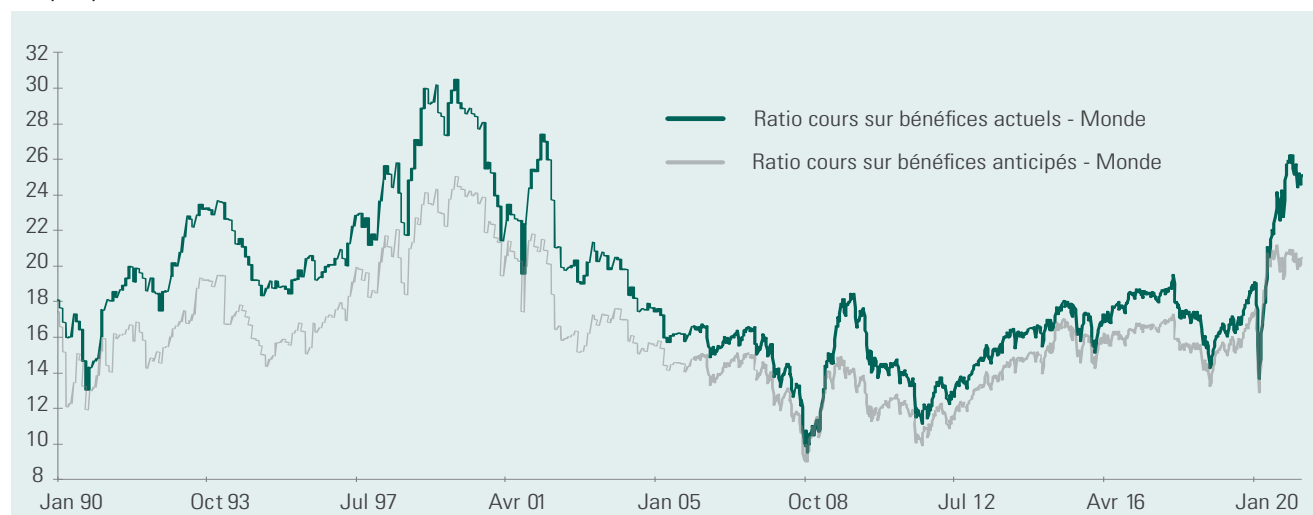
En conséquence, l'hypothèse d'euphorie des marchés semble plausible. Il convient néanmoins d'adresser cette problématique sous différents angles. Premièrement, si l'on considère les différentes classes d'actifs, la performance des marchés financiers n'apparaît pas si « exubérante » ou irrationnelle. Les indices d'obligations d'état évoluent en

territoire négatif, de même que les indices d'obligations de « qualité » émises par les sociétés américaines ou de dette des pays émergents. Seuls les indices d'obligations à haut rendement restent pour l'heure positifs, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Au sein des indices d'actions, on constate des divergences entre l'Europe et les Etats-Unis d'une part, et les marchés émergents et le Japon d'autre part. Ces derniers subissent une consolidation cette année, après les gains enregistrés en 2020. Ainsi, bien que des poches « d'exubérance irrationnelle » existent, il est difficile d'en tirer des conclusions pour les classes d'actifs ou sous classes d'actifs dans leur ensemble.

Un second angle est celui des fondamentaux. La reprise de l'économie mondiale s'accélère et la croissance devrait rester forte au cours des trimestres à venir, soutenue par trois facteurs.

1. La réouverture de l'économie, favorisée par la campagne de vaccination, devrait générer un surcroît de consommation par effet de rattrapage. La demande devrait également être stimulée par les mesures budgétaires à destination des consommateurs. C'est particulièrement le cas aux Etats-Unis, où l'administration Biden prépare deux nouveaux plans, qui seront probablement financés en partie par une hausse de l'impôt sur les sociétés.

Graphique 1: Evolution du ratio cours sur bénéfices



Source: Bloomberg

2. Les politiques monétaires vont rester accommodantes, ce qui constituera un facteur de soutien pour les résultats des entreprises. Les publications au premier trimestre de cette année ont été sans appel : 80% des résultats des entreprises américaines ont été meilleurs qu'attendu. Ainsi nous sommes de plus en plus convaincus que la croissance des bénéfices des sociétés de l'indice MSCI World pourra atteindre 30% en 2021.

Cependant, la réaction des investisseurs aux solides publications de résultats a été très réservée. Les cours de certains géants de la cote, comme Apple et JP Morgan, n'ont pas atteint leur plus haut. Ceci pourrait être en lien avec notre troisième angle d'analyse.

3. le positionnement des investisseurs. Dans l'ensemble, ces derniers continuent d'attribuer une probabilité élevée au scénario « parfait », conciliant une croissance forte avec une inflation mesurée. Plusieurs indicateurs et sondages indiquent en effet que les investisseurs restent majoritairement surexposés aux actions. Par conséquent, les marchés pourraient connaître une phase de consolidation, consécutive à une prise de bénéfices constitués au cours des derniers trimestres.

Notre stratégie

Bien qu'une consolidation – voire une correction – soit possible, nous conservons notre vue et maintenons une surpondération sur les actions au sein de nos portefeuilles. En effet l'accélération de la croissance dans les trimestres à venir et le maintien d'un certain niveau de prime de risque sur les actions devraient continuer de soutenir les actifs risqués et les actions en particulier pour les prochains 9 à 12 mois. Nous conservons également notre allocation sectorielle inchangée, avec une combinaison de valeurs cycliques (matières premières, financières, consommation discrétionnaire et industrielles) et de valeurs de croissance (santé). Au sein de la poche obligataire (neutre dans l'ensemble), nous restons prudents vis-à-vis du segment des obligations de « qualité », en particulier s'agissant des obligations d'état, tout en conservant une préférence pour les obligations d'entreprises. Concernant les obligations les plus risquées, nous maintenons une préférence pour la dette des pays émergents et les obligations d'entreprises à haut rendement.

Département des investissements

Olivier Raingeard - responsable de la stratégie action



Relance budgétaire et reprise économique

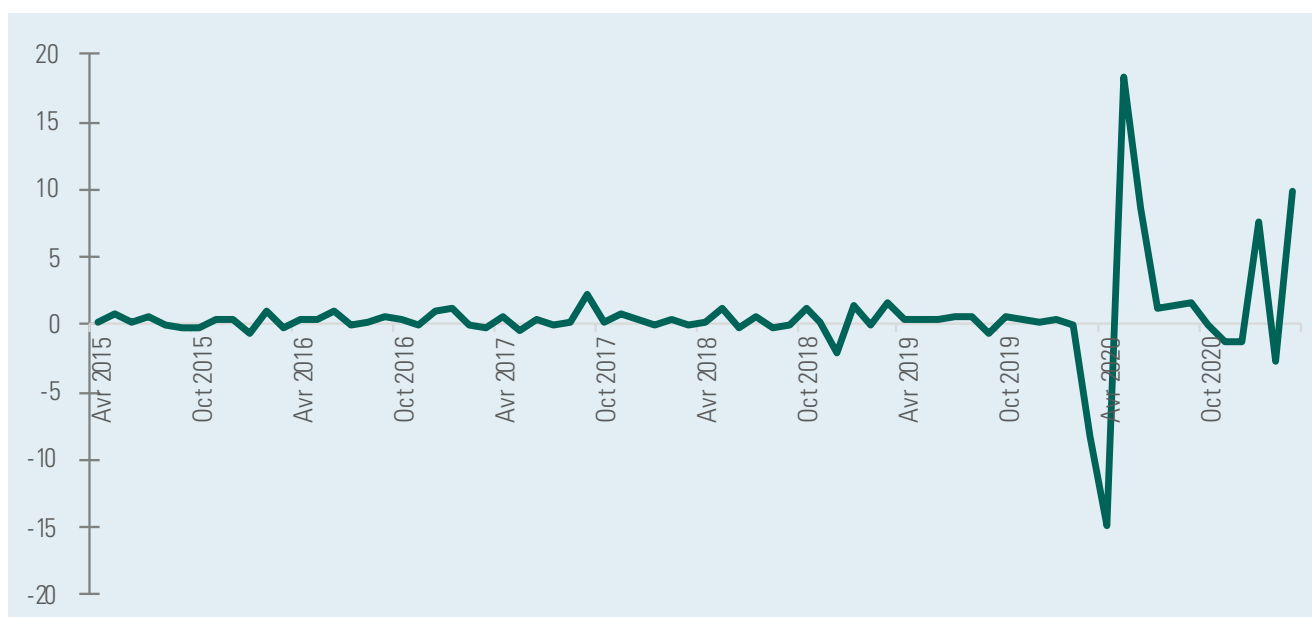
Cela fait seulement trois mois que Joe Biden a pris place dans le Bureau Oval. En dépit du surnom de « Joe l'endormi » que lui avait attribué Donald Trump en référence à son âge, le nouveau président américain est loin d'être resté inactif.

La première priorité de Joe Biden a été de sortir l'économie américaine de la crise du coronavirus. Un plan de soutien d'une ampleur sans précédent – 1900 milliards de dollars - a déjà été mis en œuvre incluant la distribution de chèques de 1400 dollars aux ménages, sous conditions de ressources. Les fonds ont également été utilisés pour lancer la campagne de vaccination la plus importante de l'histoire de la nation. En date du 24 avril, plus de 67% de la population des 65 ans et plus a déjà été totalement vaccinée. Le nombre impressionnant de 200 millions de doses ont été administrées alors que Joe Biden n'était en poste que depuis 92 jours. Un nouvel assouplissement des restrictions d'activité s'en est suivi, qui a eu pour effet de stimuler les ventes au détail du pays en mars (voir graphique 1). Selon les sondages, la popularité de Joe Biden après 96 jours de mandat était de 54,5%. Ce taux, relativement élevé, traduit un soutien certain pour la politique mise en œuvre jusqu'ici.

Le président Biden semble déterminé à maintenir la dynamique de reprise de l'économie américaine. Il a ainsi récemment annoncé le « American Jobs plan » (ou « plan pour les emplois américains » en français), impliquant, entre autres, des investissements massifs dans les routes, les ponts, les infrastructures hydrauliques et les véhicules électriques (voir graphique 2). Ce plan s'étale sur une durée de 8 ans mais doit cependant encore être approuvé par le Congrès.

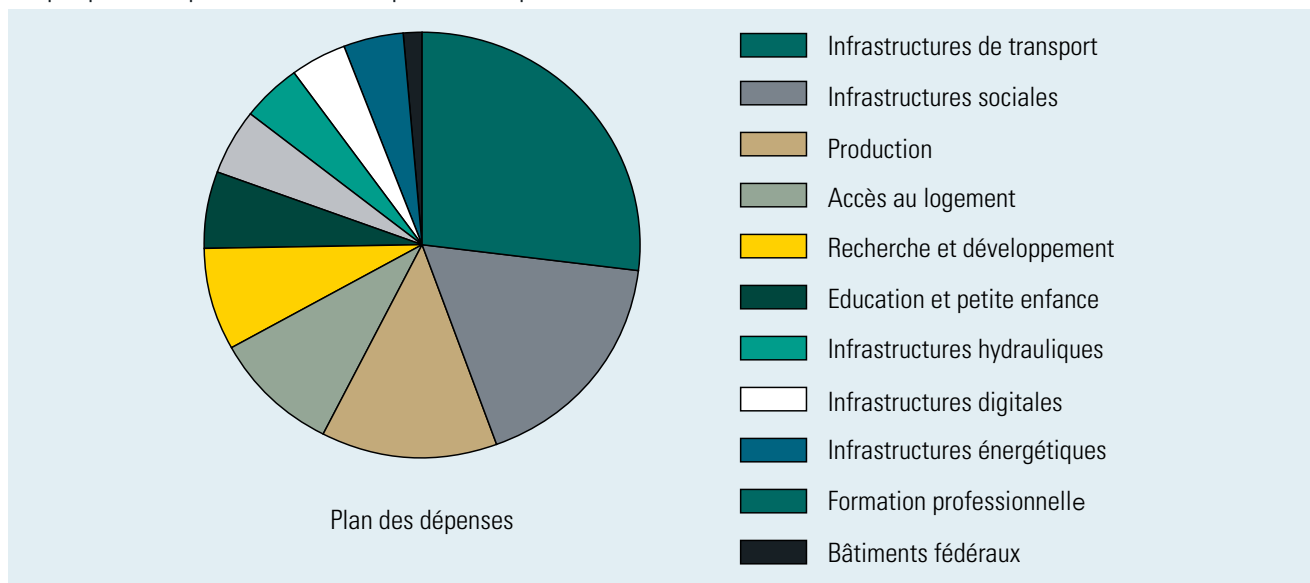
La présidente de la Chambre des représentants, Nancy Pelosi, espère que le projet de loi sera approuvé avant le 4 juillet (qui marque le début des vacances parlementaires), laissant ensuite suffisamment de temps au Sénat pour examiner le projet avant le mois d'août. L'objectif est d'obtenir un large soutien, qui transcende les clivages de partis ; ce ne sera cependant pas une tâche facile. Si Les Républicains sont traditionnellement plutôt favorables aux investissements dans les infrastructures (tels que les autoroutes, les routes, les ponts et les aéroports), il est probable que le terme « infrastructure » n'ait pas la même signification que pour les Démocrates, en particulier lorsqu'il s'agit d'investissements « verts ». En effet, le « Plan pour les emplois américains » de Joe Biden prévoit divers investissements dont l'objectif est la décarbonation de l'économie américaine. Dernièrement les Etats-Unis ont organisé un sommet sur le climat, rassemblant 40 dirigeants internationaux autour des sujets sur la

Graphique 1 : progression des ventes au détail aux Etats-Unis



Croissance mensuelle (%) des ventes au détail et de services alimentaires. Source : U.S. Census Bureau

Graphique 2 : Répartition du « Plan pour les emplois américains »



Source: J.P. Morgan, basé sur la fiche d'information du « Plan pour les emplois américains »

lutte contre le réchauffement climatique. Ce fut l'occasion pour Joe Biden d'annoncer le nouvel objectif des Etats-Unis de réduire de 50 à 52% des émissions de gaz à effet de serre en 2030 (par rapport au niveau de 2005). Après leur décision de réintégrer les accords de Paris, les Etats-Unis semblent avoir décidé de se replacer au centre du combat contre le réchauffement climatique. En cas de désaccord avec le camp des Républicains, les Démocrates auraient toutefois la possibilité de faire adopter le projet de loi en ayant recourt à la procédure de réconciliation budgétaire.

Quoiqu'il en soit, il est probable que ces investissements se diffusent dans l'économie par différents canaux, nécessitant pour les investisseurs d'adapter le positionnement de leur portefeuille, afin d'en bénéficier. Quels sont les secteurs à privilégier ? et quels sont les risques éventuels ?

En terme de répartition, le plan américain pour l'emploi comprend des investissements pour plus de 600 milliards de dollars dans les infrastructures, dont 174 milliards pour les véhicules électriques. En effet, les Etats-Unis affichent de grandes ambitions pour la reconquête de parts du marché des véhicules électriques sur la Chine. A horizon 2030, le pays vise un réseau de 500 000 bornes de recharge pour véhicules électriques et le plan comprend également le passage à l'électrique de 50 000 véhicules de transport en commun diesel et de 20% des célèbres bus jaunes de ramassage scolaire.

Les sociétés du secteur de la construction devraient également bénéficier d'investissements pour la réparation et la modernisation des infrastructures traditionnelles.

Par ailleurs, le plan prévoit l'accès de tous les citoyens américains à des services essentiels tels que l'Internet à haut débit, l'eau potable et un réseau électrique modernisé. D'importants investissements seraient ainsi consacrés à une infrastructure Internet de grande capacité, à l'élimination de toutes les conduites d'eau en plomb et à la modernisation et la décarbonation des réseaux électriques vieillissants, pour limiter le risque de panne notamment.

Pour financer ces plans budgétaires, Joe Biden a l'intention de revenir sur la diminution du taux d'imposition des sociétés, qui passerait ainsi de 21 % à 28 %. Ceci devrait impacter leur résultat net, et ne devrait pas être une mesure très populaire parmi les responsables politiques Républicains, à l'origine de la réduction de cet impôt il y a quelques années. L'ensemble de ces mesures de relance pourrait également favoriser une hausse des anticipations d'inflation. Les taux d'intérêt à long terme ont d'ores et déjà sensiblement progressé, entraînant une surperformance des secteurs décotés, à l'instar des valeurs de l'énergie et des financières. Bien que la dynamique de hausse se soit récemment essoufflée, le risque d'une surchauffe de l'économie reste présent.

A ce jour, les bénéfices attendus des plans de relance semblent toutefois l'emporter sur les risques. Entre temps, Joe Biden a annoncé son intention de présenter un projet de loi supplémentaire à destination des ménages américains, le « American families plan » (ou « Plan pour les familles américaines »).

Les Etats-Unis ne sont pas les seuls à mettre en œuvre des mesures de soutien à l'économie. L'Union européenne a

lancé son fonds de relance européen pour favoriser la reprise économique des états membres, post pandémie. Ce fonds comprend 360 milliards de prêts et 390 milliards de subventions. Au-delà du fait qu'ils doivent aider les états à se remettre de la crise sanitaire, l'objectif de ce plan est de favoriser les transitions énergétique et digitale. Les fonds seront alloués à partir des projets élaborés au sein de chaque état. Ils devront respecter les priorités de l'Union européenne et devront prévoir une allocation minimum de 37% à la transition énergétique et au moins 20% à la transformation digitale de l'économie. L'octroi des subventions devrait principalement avoir lieu en 2021 et 2022. Les pays les plus touchés par la pandémie pourront prétendre à une part plus importante ; ainsi les pays du sud de l'Europe, à l'instar de l'Italie et de l'Espagne, devraient en recevoir la majeure partie.

Nous avons récemment adopté une position plus favorable vis-à-vis de l'Europe. Les sociétés européennes devraient non seulement bénéficier du plan de relance américain mais également de celui de l'Union européenne, et en particulier celles ayant un rôle actif dans la transition « verte ». A titre d'exemple, la France prévoit un plan dit « France Relance » de 100 milliards d'euros, dont 30 milliards alloués à différentes initiatives « vertes » pour atteindre la neutralité carbone à horizon 2050. La production d'hydrogène « vert » devrait être favorisée par un investissement de 7 milliards d'euros sur une période de 10 ans. Les sociétés telles que Total, Engie et Air Liquide semblent bien positionnées pour tirer parti de ces investissements. De plus, Total et Engie coopèrent d'ores et déjà pour bâtir le site de production d'hydrogène le plus important de France. Il ne fait aucun doute que ces initiatives seront source d'opportunités pour les investisseurs, tout en gardant à l'esprit qu'en Europe, la mise en œuvre opérationnelle de telles politiques n'est pas toujours un processus simple.

Département des investissements

Arthur Boelman - Recherche action

Tableau 3: Liste de valeurs en lien avec le thème de la reprise économique				
Actions	Devise	Secteur	Pays	ISIN
Air Liquide	EUR	Matériaux de base	France	FR0000120073
Advanced Micro Devices	USD	Technologie	Etats-Unis	US0079031078
Borgwarner	USD	Consommation discrétionnaire	Etats-Unis	US0997241064
Enel	EUR	Services aux collectivités	Italie	IT0003128367
Engie	EUR	Services aux collectivités	France	FR0010208488
Fortive	USD	Industrie	Etats-Unis	US34959J1088
LafargeHolcim	CHF	Matériaux de base	Suisse	CH0012214059
Pentair	USD	Industrie	Etats-Unis	IE00BLS09M33
RWE	EUR	Services aux collectivités	Allemagne	DE0007037129
The AES corp	USD	Services aux collectivités	Etats-Unis	US8760301072
Total	EUR	Energie	France	FR0000120271
Vinci	EUR	Industrie	France	FR0000125486
Fonds et ETFs				ISIN
Pictet Global Environmental Opportunities				NL0015530239
Ishares Smart City Infrastructure etf				IE00BKTLJC87
Ishares Electric Vehicles & Driving Technology etf				IE00BGL86Z12
Ishares Global Clean Energy etf				IE00B1XNHC34
Source: Morningstar, ABN AMRO Oddo BHF, Independent Research, ABN AMRO Global Investment Centre				

Plans de relance : coup de pouce ou frein ?

Partout à travers le monde, les gouvernements et les banques centrales ont mis en place des mesures de soutien à l'économie d'une envergure sans précédent. La pandémie de coronavirus a eu des répercussions majeures tant sur l'économie des pays que sur les entreprises et les ménages. Heureusement, le soutien des gouvernements et des institutions monétaires a permis de limiter l'ampleur de la récession de l'économie mondiale.

Les plans de relance devraient à présent favoriser les dépenses de consommation ; mais à quel prix ?

Pour l'heure, les investisseurs semblent concentrer leur attention sur les perspectives de reprise économique. Cependant, il est probable que l'essoufflement de cette tendance engendre un regain d'attention pour la hausse de l'inflation. Les mesures de relance n'auront-elles pas à terme un effet négatif ?

Coûts et bénéfices

La croissance économique accélère nettement, en particulier aux Etats-Unis. L'essor des campagnes de vaccination permet aux offres d'emploi d'atteindre un nombre record, la confiance des consommateurs est en hausse, tandis que les indices PMI du secteur manufacturier et des services sont à des niveaux jamais atteints depuis le siècle dernier¹. Les perspectives de croissance aux Etats-Unis sont solides, ce qui constitue une très

bonne nouvelle pour les investisseurs en actions : les conditions de liquidité devraient rester particulièrement favorables, même si les niveaux de valorisation sont – à quelques exceptions près – relativement tendus.

Néanmoins, dans les prochains mois ou trimestres, des craintes de hausse des prix devraient apparaître, et la vigilance est de mise pour certains coûts² :

1. Le coût du travail : à mesure que le marché du travail se tend, le coût du travail augmente
2. Les impôts : afin de contribuer au financement des mesures de relance, l'impôt sur les sociétés pourrait être relevé, tout comme celui sur les profits réalisés à l'étranger.
3. Le coût de la dette : une fois que les taux réels³ auront commencé à progresser, le coût de la dette augmentera mécaniquement.
4. Le coût des matières premières : l'utilisation des capacités de production s'est normalisée bien que les stocks soient toujours très bas et nécessitent d'être réapprovisionnés. Ceci pourrait engendrer une pression haussière sur les coûts de production et provoquer une compression des marges.

Les effets de l'inflation sur les secteurs

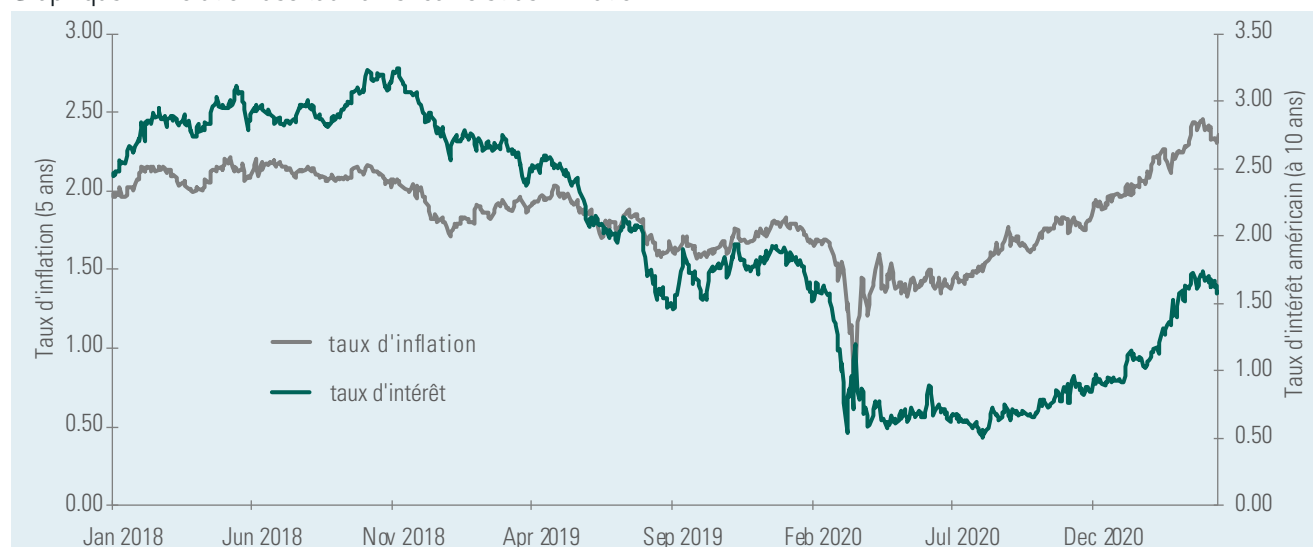
Cette hausse des coûts pourrait à terme être source d'inflation, mais pour l'heure, nous anticipons un taux d'inflation aux Etats-Unis autour de 2,5% cette année pour retomber à 1,9% en

1 Bloomberg Economic data

2 Gavekal; When do we begin to worry about cost-pressures; 7 avril 2021

3 Les taux réels sont le résultat des taux nominaux diminués de l'inflation

Graphique 1: Evolution des taux américains et de l'inflation



2022⁴ Quel serait l'impact d'une hausse de l'inflation sur une allocation sectorielle ? quels secteurs en bénéficieraient et lesquels en souffriraient ?

Les conséquences d'une hausse des taux d'intérêt ne peuvent être ignorées. Le graphique 1 montre que le taux d'inflation et les taux d'intérêt à long terme évoluent de manière similaire. Actuellement, on observe une tension des rendements obligataires, et les banques centrales ne semblent pas prêtes à durcir les conditions de financement, ce qui a pour conséquence la pentification de la courbe des rendements.

La sensibilité des différents secteurs économiques aux anticipations d'inflation est présentée⁵ dans le graphique 2. De manière générale, les secteurs cycliques ont tendance à être plus sensibles et à surperformer les secteurs défensifs dans un tel environnement. Les secteurs les plus sensibles ont surperformé le marché dans son ensemble depuis que l'inflation (et les rendements) ont commencé à progresser, en particulier depuis l'élection de Joe Biden à la présidence des Etats-Unis, et par la suite, en janvier, lorsqu'il est apparu clairement que le camp des Démocrates avait remporté la majorité au Congrès. Les Démocrates ont été très actifs depuis le début de leur mandat, avec la mise en œuvre de deux plans d'ampleur : un plan de relance budgétaire (1900 milliards de dollars) et le projet de loi sur les infrastructures (2300 milliards de dollars). Ceci a entraîné une nouvelle hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, favorisant la performance des secteurs cycliques et décotés.

Investir sur le thème de l'inflation

Le retour de l'inflation, qu'il soit temporaire ou non, n'est pas

4 ABN AMRO Group Economics, avril 2021

5 State Street Global Advisors; Espresso; avril 2021

nécessairement une mauvaise nouvelle pour les investisseurs. L'accélération actuelle est le reflet de la réouverture de l'économie, soutenue par les plans de relance. L'évolution du taux d'inflation modifie la structure de coûts des entreprises et affecte directement les niveaux de marge.

L'impact ne sera pas le même pour toutes les sociétés cependant : celles disposant d'un pouvoir de fixation de leurs prix et de solides leviers opérationnels partent avec un avantage, en particulier lorsque leur proportion de coûts fixes est élevée et qu'elles sont capables de croître à un taux supérieur à la moyenne du marché. Ceci tend à favoriser les secteurs cycliques, notamment les industries de la chimie, de la consommation discrétionnaire (biens de luxe), les biens d'équipement, les métaux et minerais, les matériaux de construction, la technologie, la santé, la consommation de base (spiritueux) et l'énergie (pétrole)⁶.

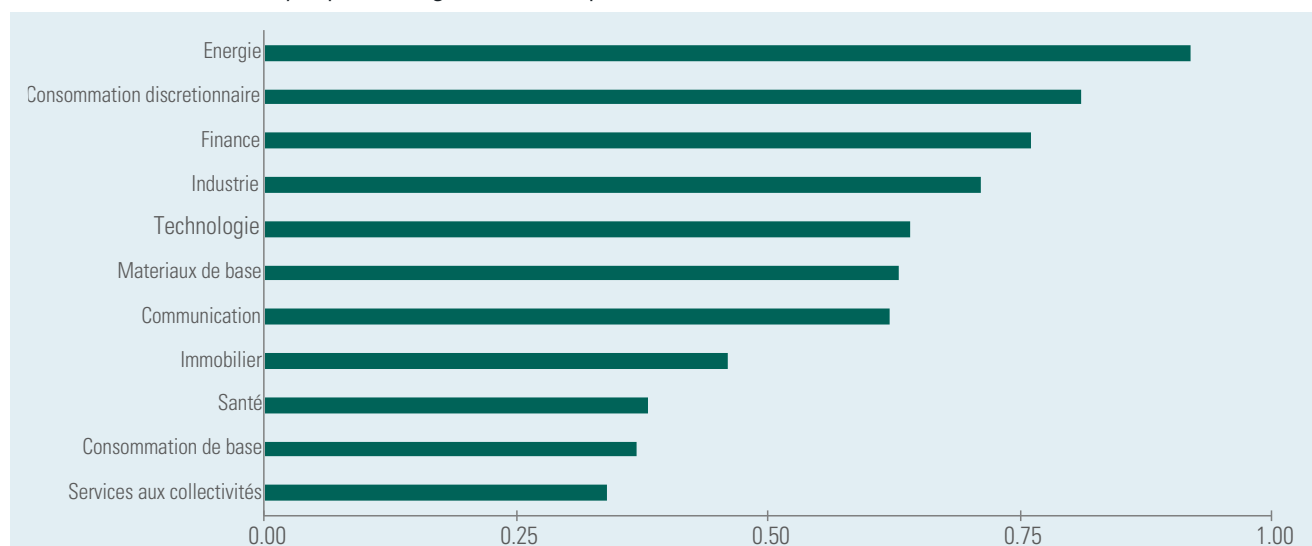
Une sélection de valeurs en lien avec le thème de l'inflation est présentée dans le tableau ci-dessous. Il convient néanmoins de veiller à conserver un niveau de diversification suffisant au sein d'un portefeuille en évitant notamment une concentration trop importante sur un seul thème d'investissement. En conclusion, les mesures de relance sans précédent, que ce soit aux Etats-Unis, en Europe ou ailleurs dans le monde, ne fragilisent pas (encore) la reprise économique. Cependant, si l'on considère que les marchés financiers ont généralement 6 à 9 mois d'avance sur l'économie, les investisseurs pourraient, à tout moment, rediriger leur attention sur la hausse de l'inflation.

6 ABN AMRO Oddo BHF, April 2021

Département des investissement

Joost Olde Riekerink – Recherche action

Tableau 2: Les secteurs cycliques sont généralement plus sensibles à l'inflation



Source: Bloomberg Finance; Données pour l'indice MSCI World (dividendes nets réinvestis, au 31 mars); La mesure de l'inflation à partir du contrat « forward » 5 ans dans 5 ans de l'inflation américaine

Liste des valeurs en lien avec le thème de l'inflation				
Actions	Devise	Secteur	Pays	ISIN
Airbus	EUR	Industrie	France	NL0000235190
Air Products & Chemicals	USD	Matériaux de base	Etats-Unis	US0091581068
Akzo Nobel	EUR	Matériaux de base	Pays Bas	NL0013267909
Alstom	EUR	Industrie	France	FR0010220475
ASML Teniring	EUR	Technologie	Pays Bas	NL0010273215
AstraZeneca	GBP	Santé	Grande Bretagne	GB0009895292
Boeing	USD	Industrie	Etats-Unis	US0970231058
Borgwarner	USD	Consommation discrétionnaire	Etats-Unis	US0997241064
Fortive	USD	Industrie	Etats-Unis	US34959J1088
JP Morgan	USD	Finance	Etats-Unis	US46625H1005
Sodexo	EUR	Consommation discrétionnaire	France	FR0000121220
Tapestry	USD	Consommation discrétionnaire	Etats-Unis	US8760301072
Tyler Technologies	USD	Technologie	Etats-Unis	US9022521051
Vinci	EUR	Industrie	France	FR0000125486
Vonovia	EUR	Immobilier	Allemagne	DE000A1ML7J1

Source: Morningstar, ABN AMRO Oddo BHF, Independent Research, ABN AMRO Global Investment Centre

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'Autorité Financière 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 ne sauraient 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 : les principaux indices boursiers

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

