



Lettre du Conseil en investissement | Juin 2022

Changement de cap

L'environnement économique et financier est en pleine mutation et les problématiques pour les investisseurs sont nombreuses, dont l'inflation, le changement de cap des banques centrales et les tensions géopolitiques. La question du cycle économique se pose désormais, notamment celle de la phase dans laquelle nous nous trouvons. En effet, identifier la phase actuelle du cycle économique peut permettre à un investisseur de déterminer la stratégie à adopter. Par ailleurs, nous identifions actuellement un secteur clé pour notre économie à long terme et source d'opportunités d'investissement : les semi-conducteurs.

Point marché et politique d'investissement

Changement de cap 2

Analyse

Quelle stratégie adopter dans l'environnement de marché actuel ? 4

Focus valeurs

La dépendance aux semi-conducteurs 7

Changement de cap

Depuis le début de l'année, les actions et les obligations s'inscrivent en net recul, dans un contexte de marché ayant considérablement évolué. Ce type d'environnement se caractérise généralement par le dégonflement de bulles spéculatives, comme c'est le cas actuellement pour les valeurs de la technologie et de l'innovation.

Depuis le début de l'année, la plupart des indices actions cèdent plus de 10 %, voire plus de 20 % dans certains cas (à l'instar du Nasdaq, fortement exposé aux valeurs technologiques américaines). S'agissant des marchés obligataires, ces derniers connaissent une des plus fortes baisses de leur histoire. Les obligations d'État tout comme les obligations d'entreprises de qualité ont ainsi chuté de près de 10 % sur la période (graphique 1).

Dans la mesure où les classes d'actifs actions et obligations s'inscrivent en baisse depuis le début de l'année, l'effet diversification n'a pas fonctionné. En conséquence, les portefeuilles composés de ces actifs traditionnels n'ont pas protégé les investisseurs comme attendu. Seules les matières premières, en hausse de plus de 30 % depuis le début de l'année, ainsi que le dollar américain ont joué ce rôle de diversification.

Des valorisations sous pression

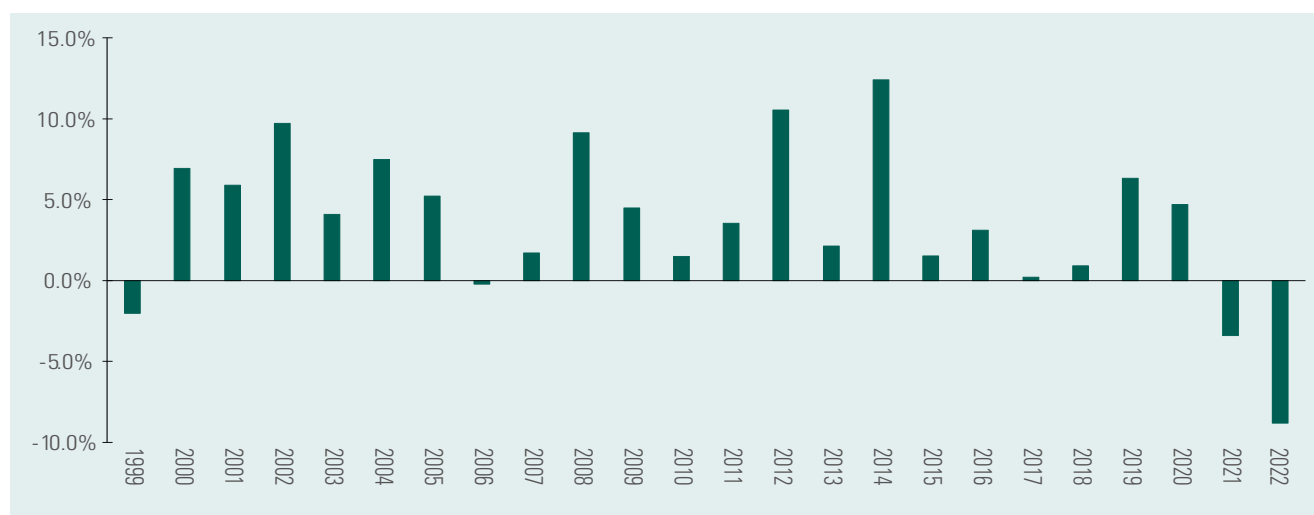
Les facteurs à l'origine de ces tendances sont connus. En premier lieu, l'inflation est plus forte et plus persistante que ne l'avaient anticipé les investisseurs et les institutions monétaires. Par conséquent, les actions des banques centrales sont désormais en retard au regard des niveaux d'inflation, en particulier la Réserve fédérale, et seront donc contraintes de durcir leurs politiques beaucoup plus rapidement que prévu. A titre d'exemple, la banque centrale américaine vient de relever ses taux directeurs de 50 points de base, tout en indiquant ses intentions de réduire son bilan pour les prochains mois.

Les effets de l'inflation et du durcissement monétaire ont ensuite gagné en intensité en raison de la guerre russo-ukrainienne et de la résurgence de la pandémie en Chine. La guerre entre la Russie et l'Ukraine engendre une progression plus rapide que prévu du prix des matières premières, tandis que la politique « zéro Covid » de la Chine ne fait qu'aggraver les perturbations qui affectaient déjà les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Eclatement de bulles spéculatives

Ces dernières années, des bulles spéculatives sont apparues sur certains segments de marché. Les investisseurs ont fait preuve d'un appétit particulièrement marqué pour les sociétés de technologie hautement innovantes et pour

Graphique 1 : Evolution du prix des obligations d'État européens



Graphique 2 : Evolution de l'indice des SPAC aux États-Unis et de l'ETF d'Ark Innovation, dédié aux valeurs technologiques innovantes



Source : Bloomberg

les SPAC. Une SPAC, (pour « special purpose acquisition company » ou société d'acquisition à vocation spécifique en français), est une société n'ayant pas d'activité opérationnelle et dont l'objectif est de lever des capitaux, par exemple au moyen d'introductions en bourse, afin de pouvoir financer des acquisitions futures. Malheureusement, les conditions actuelles de marchés, caractérisées par une croissance plus faible et des politiques monétaires moins accommodantes, constituent un environnement moins favorable pour ces sociétés (graphique 2).

Il ne s'agit cependant pas d'un phénomène nouveau, chaque cycle voyant des bulles spéculatives se former et les bulles actuelles ne sont pas tellement différentes de celles formées dans les années 2000, en particulier la bulle Internet. La valorisation des valeurs Internet avait alors atteint un pic au premier trimestre de l'année 2000 avant de perdre plus de 70 % dans les deux années qui ont suivi. Quand les valorisations se sont enfin stabilisées, l'indice Nasdaq avait atteint un point bas pour ensuite repartir à la hausse, tiré cette fois par des sociétés justifiant de valorisations davantage en ligne avec leur fondamentaux économiques.

Notre stratégie

Dans cet environnement volatil, nous n'avons pas sensiblement modifié notre allocation d'actifs. S'agissant des actions, nous avons réduit notre surpondération en novembre dernier puis de nouveau mi-février, et avons conservé depuis une position neutre. Sur le plan sectoriel, nous avons déjà réduit notre exposition à quelques-uns des secteurs les moins performants cette année : la technologie (de surpondéré à neutre depuis fin 2021) et les services de communication (sous-pondéré). Si le marché continue d'évoluer sans tendance particulière dans les prochains mois, nous ne prévoyons pas de

procéder à des ajustements significatifs et conserverons une exposition actions diversifiée. Nous restons cependant prudents à l'égard des segments de marché affichant des valorisations élevées, qui pourraient continuer de souffrir du durcissement des politiques monétaires.

En ce qui concerne le marché obligataire, nous avons récemment réduit notre sous-exposition aux obligations d'État en renforçant notre position sur les obligations souveraines de la zone euro qui offrent, enfin, des rendements positifs. Dans ce contexte, ces obligations pourraient de nouveau permettre de diversifier les portefeuilles dans les prochains trimestres.

Département des investissements

Olivier Raingeard

Responsable de la stratégie actions

Quelle stratégie adopter dans l'environnement de marché actuel ?

Les marchés financiers traversent une période agitée, ce qui pèse sur le moral des investisseurs depuis le début de l'année. Plus on avance dans le cycle économique, plus la volatilité s'intensifie. Quelles sont les caractéristiques de la phase actuelle du cycle ?

Quels en sont les risques et les opportunités ? Le mouvement haussier qu'ont connu les actions post crise du COVID, est-il définitivement terminé ou les turbulences actuelles sont-elles temporaires ?

Quoiqu'il en soit, les investisseurs devront composer avec une volatilité élevée. La prudence est donc de rigueur, bien que dans chacune des phases du cycle économique des opportunités spécifiques ne manqueront pas de se présenter.

Dans quelle phase du cycle sommes-nous ?

Le graphique 1 présente les quatre phases du cycle économique et, pour chacune d'elles, les secteurs qui, au regard des données historiques, affichent généralement les meilleures performances relatives. Nous pensons que l'économie se rapproche actuellement de la fin d'un cycle économique dans la mesure où la croissance ralentit et que les taux d'intérêt augmentent. Cela correspond, dans le graphique, à la phase d'« expansion de fin de cycle ». Dans ce contexte, nous recommandons une surpondération des secteurs de la finance, de la santé et des matériaux de base, ainsi qu'une exposition neutre aux secteurs de la consommation de base,

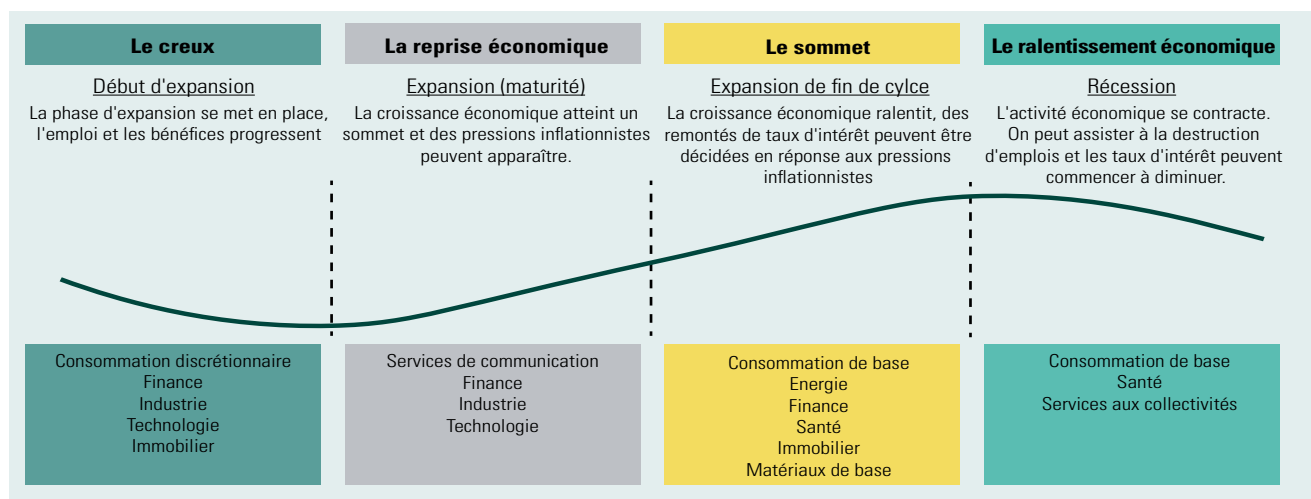
de l'énergie et de l'immobilier. Dès lors, la prochaine phase sera-t-elle celle d'une récession ou peut-on attendre un redressement de la croissance ?

Récession ou stagflation ?

Depuis l'année dernière, l'inflation a fortement accéléré en plus de s'être révélée plus persistante que prévu. A cela est venue s'ajouter la guerre entre la Russie et l'Ukraine qui a encore amplifié cette tendance. La décision récente de la Commission européenne, de soumettre progressivement le pétrole et les produits pétroliers russes à un embargo est également susceptible de maintenir une pression à la hausse sur des prix déjà élevés de l'énergie (Graphique 2).

La recrudescence des cas de Covid en Chine a provoqué de nouvelles perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et les prix des denrées alimentaires ont considérablement augmenté ces derniers mois. Bien que certains signes précurseurs semblent indiquer que l'inflation sous-jacente pourrait avoir atteint un plafond aux États-Unis, la Réserve fédérale aura certainement besoin de tous les outils disponibles pour maîtriser la hausse des prix. Les investisseurs craignent que la banque centrale n'ait trop tardé à relever ses taux pour lutter contre l'inflation, et qu'elle ne soit obligée d'agir maintenant de façon trop agressive, au risque de plonger l'économie américaine dans la récession. C'est une des raisons pour lesquelles nous avons observé en avril, et au cours des premières semaines de mai, des ventes massives sur les marchés actions et une hausse des rendements obligataires américains. Au sein des actions, les secteurs défensifs, tels

Graphique 1 : les quatre phases du cycle économique



que les services aux collectivités et les biens de consommation de base affichaient néanmoins des performances positives. Le secteur de l'énergie a également surperformé le marché dans son ensemble, tandis que les valeurs de la technologie corrigeaient fortement. Au regard des données historiques, ces performances sont caractéristiques d'un environnement de stagflation, désignant un ralentissement de la croissance conjugué à une forte inflation.

Le rôle clé de la diversification

Nous n'anticipons pas, dans les mois à venir, une entrée en récession¹ de l'économie américaine. En effet, le secteur des services résiste assez bien maintenant que les restrictions liées à la crise sanitaire ont été levées. Néanmoins, la Banque centrale américaine devrait rester déterminée à combattre l'inflation. Et comme les chiffres de l'inflation sont également en hausse en Europe, nous tablons sur cinq hausses de taux de 0,25% chacune de la part de la Banque centrale européenne, au cours des cinq prochaines réunions de politique monétaire.² Ceci devrait maintenir la volatilité à un niveau élevé, il conviendra donc de rester prudent en matière d'investissement et de prêter une attention particulière à la diversification des portefeuilles action. Par ailleurs, privilégier un style d'investissement spécifique peut s'avérer risqué, car les marchés sont susceptibles de se retourner rapidement.

Nos solutions d'investissement

Quelle que soit la phase du cycle dans laquelle nous nous trouvons, il y aura toujours des opportunités d'investissement, comme en témoigne la forte disparité des performances entre les secteurs mais aussi entre les valeurs au sein d'un même secteur depuis le début de l'année. Les résultats d'entreprise pour le premier trimestre ont quelque

peu rassuré les investisseurs en montrant que les bénéfices continuaient de progresser, quoiqu'à un rythme moins exubérant que pendant la pandémie, lorsque les politiques monétaires étaient très accommodantes.

Alors que nous entrons vraisemblablement dans la dernière phase du cycle économique, il convient pour un investisseur de favoriser les entreprises justifiant de fondamentaux solides et d'une visibilité des flux de trésorerie. C'est une phase au cours de laquelle les entreprises dont les bénéfices sont moins dépendants du cycle économique deviennent intéressantes. Les entreprises du secteur de la santé telles que Merck & Co, Roche, Novo Nordisk et AstraZeneca semblent être bien positionnées. Dans le secteur de l'immobilier, les sociétés bénéficiant du besoin accru de logements pour personnes âgées, telles que Ventas et Welltower, sont à considérer. Dans le secteur de l'énergie, les grandes capitalisations européennes telles que Shell et Total Energies se distinguent, tandis que leurs homologues américaines ExxonMobil et dans les services parapétroliers, Schlumberger et SBM Offshore sont également attractives. Jusqu'à présent, les fabricants de biens de consommation de base semblent parvenir à répercuter la hausse des coûts sur leurs clients. Dans les périodes d'incertitude, et donc de volatilité, ce secteur peut servir de valeur refuge, même si pour certaines sociétés du secteur, les valorisations sont aujourd'hui élevées. Kraft Heinz, le brasseur AB InBev et les détaillants Ahold Delhaize et Walmart semblent actuellement bien positionnés. Les valeurs financières peuvent également continuer d'offrir des opportunités intéressantes, mais de nature cyclique, elles sont plus vulnérables à l'évolution de la confiance économique et de la hausse des taux d'intérêt. Au sein du secteur nous avons une préférence pour les compagnies d'assurance telles que Zurich Insurance Group et NN Group, et pour les banques telles que UBS, BNP Paribas et US Bancorp. Enfin, alors qu'elle tente de réduire sa dépendance

¹ ABN AMRO Group Economics

² ABN AMRO Group Economics

Graphique 2 : Evolution du future sur le Brent* : en progression de plus de 40 % entre le début de l'année et la mi-mai (en USD)



Source: Bloomberg

* Le Brent, dit « brut de mer du Nord », est le baril de référence en Europe.

aux sources d'énergie russes, l'Europe accorde à la transition énergétique une place importante. Des entreprises telles que Veolia, Schneider Electric, Saint-Gobain et Air Products & Chemicals sont en mesure de contribuer à l'accélération du processus de décarbonation.

Département des investissements

Arthur Boelman
Analyste actions

Tableau 1: Solutions d'investissement

Actions	Devise	Secteur	Pays	ISIN
AB Inbev	EUR	Consommation de base	Belgique	BE0974293251
Ahold Delhaize	EUR	Consommation de base	Pays-Bas	NL0011794037
Air Products & Chemicals *	USD	Matériaux de base	Etats-Unis	US0091581068
AstraZeneca *	GBP	Santé	Grande-Bretagne	GB0009895292
BNP Paribas *	EUR	Finance	France	FR0000131104
Exxon Mobil *	USD	Energie	Etats-Unis	US30231G1022
KraftHeinz *	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US5007541064
Merck & Co. *	USD	Santé	Etats-Unis	US58933Y1055
NN Group	EUR	Finance	Pays-Bas	NL0010773842
Novo Nordisk *	DKK	Santé	Danemark	DK0060534915
Roche *	CHF	Santé	Suisse	CH0012032048
Saint Gobain *	EUR	Industrie	France	FR0000125007
SBM Offshore	EUR	Energie	Pays-Bas	NL0000360618
Shell *	EUR	Energie	Grande-Bretagne	GB00BP6MXD84
Schlumberger *	USD	Energie	Etats-Unis	AN8068571086
Schneider Electric *	EUR	Industrie	France	FR0000121972
Totalenergies *	EUR	Energie	France	FR0000120271
UBS *	CHF	Finance	Suisse	CH0244767585
US Bancorp *	USD	Finance	Etats-Unis	US9029733048
Ventas *	USD	Immobilier	Etats-Unis	US92276F1003
Veolia environnement *	EUR	Utilities	France	FR0000124141
Walmart *	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US9311421039
Welltower *	USD	Immobilier	Etats-Unis	US95040Q1040
Zurich Insurance Group *	CHF	Finance	Suisse	CH0011075394

Source : Morningstar*, ABN AMRO Oddo BHF pour le reste

La dépendance aux semi-conducteurs

Les semi-conducteurs sont un composant essentiel de tous les appareils électroniques. Ils facilitent la vie des consommateurs et permettent aux entreprises de fonctionner de manière plus rapide et efficace. Nos besoins en puces électroniques ne cessent de croître, car elles sont indispensables à la réalisation de la transition énergétique, aux infrastructures « cloud », à la 5G, aux véhicules électriques et à l'intelligence artificielle, autant de tendances structurelles sur lesquelles reposent nos économies.

Les puces électroniques, fabriquées à partir de semi-conducteurs, permettent d'ajouter des « fonctionnalités intelligentes » à nos téléviseurs, notre électroménager, nos voitures et à d'autres appareils, sans oublier les réseaux de communication et l'Internet, qui ne pourraient pas fonctionner sans elles. Par conséquent, cette « dépendance » génère des opportunités d'investissement.

Le cycle des semi-conducteurs

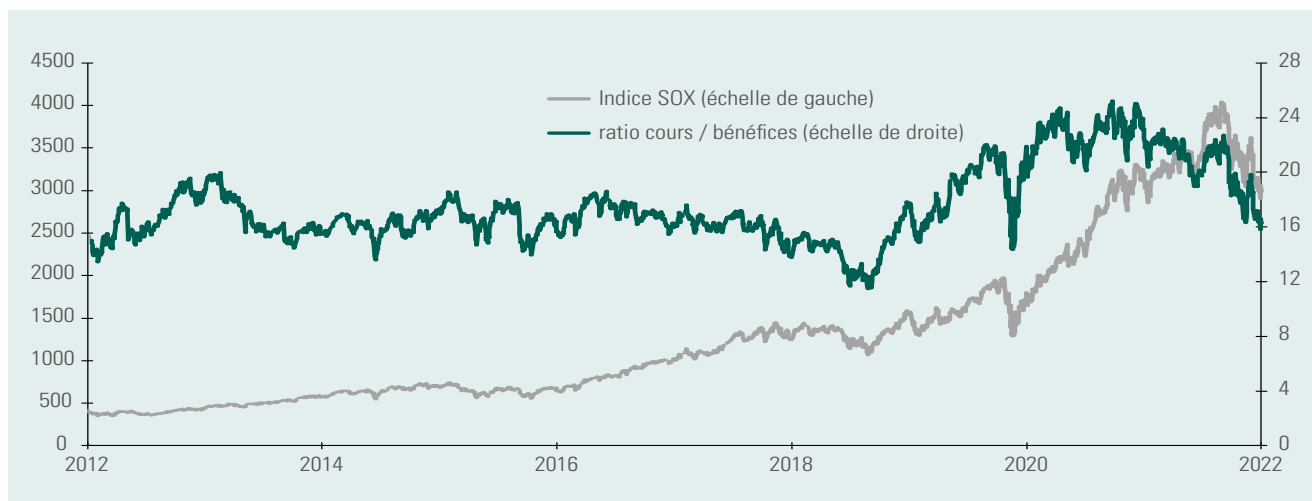
En premier lieu, il convient de rappeler que le secteur des semi-conducteurs est très cyclique. Les données historiques suggèrent qu'il existe une importante corrélation entre la croissance économique et le cycle des semi-conducteurs. La croissance économique entraîne généralement une augmentation de la production industrielle et donc une hausse de la demande de semi-conducteurs, qui se traduit par une

phase d'expansion du cycle. À l'inverse, la décélération ou le ralentissement de la croissance économique se traduit généralement par une baisse des dépenses informatiques de la part des entreprises et des dépenses de consommation, ce qui entraîne une phase de contraction. Un autre facteur contribue à cette cyclicité : le niveau des stocks. Une fois les stocks constitués, la contraction semble inévitable. Pour autant, tant que la demande reste supérieure à l'offre, les bénéfices se maintiennent et sont généralement investis en vue d'augmenter les capacités de production. Puis il arrive un moment où l'augmentation des capacités est telle que l'offre devient supérieure à la demande : on assiste alors à une chute des prix et des revenus, qui déclenche une phase de contraction. Actuellement, la croissance économique montre déjà des signes d'essoufflement, mais l'offre reste en deçà de la demande et les dépenses d'investissement sont encore élevées.

Performance et valorisation

L'indice le plus largement utilisé pour assurer un suivi de la performance du secteur des semi-conducteurs est l'indice Philadelphia Semiconductor (SOX). L'indice est orienté à la baisse depuis le début de l'année. Alors que les chiffres d'affaires et les bénéfices continuent d'augmenter, les valorisations diminuent considérablement. Le ratio cours/bénéfices s'établit à 16,3x : c'est déjà moins que la moyenne sur 10 ans (18x) et ce niveau marque un net recul par rapport au premier trimestre 2021, lorsqu'il était de 24x (voir graphique 1). La correction que connaît actuellement le secteur (une baisse d'environ 30 %) commence à ressembler aux corrections

Graphique 1 : L'indice des semi-conducteurs (SOX) se normalise



Source: Bloomberg; prévisions de ratio cours / bénéfices à 24 mois

observées dans le passé (entre 24 % et 38 %).

Une poursuite de la croissance

L'industrie mondiale des semi-conducteurs est promise à une décennie de croissance et devrait dépasser les mille milliards de dollars de valorisation d'ici 2030,¹ même si l'actualité n'a pas apporté que de bonnes nouvelles sur la période récente. En effet, la pénurie mondiale de puces électroniques pénalise la production industrielle, les pressions inflationnistes s'accumulent et la guerre en Ukraine ainsi que les nouvelles mesures de confinement en Chine perturbent la chaîne d'approvisionnement. Il est pourtant attendu que la demande de puces électroniques ne cesse d'augmenter au cours des prochaines années. Cette croissance devrait être principalement alimentée par l'industrie automobile, la téléphonie mobile (communication et appareils), l'informatique et le stockage de données.

Quelles entreprises affichent les meilleures perspectives de croissance ? Pour le savoir, il convient d'analyser le marché final des entreprises du secteur (Tableau 2).

La chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs

Schématiquement, le secteur peut se diviser en trois grands groupes : les producteurs qui n'ont pas de centre de fabrication (ils conçoivent et vendent des produits, mais ne les fabriquent pas), les fabricants (tels que TSMC, Intel et Samsung)

et les producteurs d'équipements (telles que ASML, ASMI et Applied Materials).

Comme nous savons que la demande de puces électroniques est aujourd'hui largement supérieure à l'offre et que de nombreuses entreprises ont annoncé qu'elles augmenteraient leurs capacités de production en construisant de nouvelles usines, la croissance semble assurée pour les années à venir. Et ce, non seulement pour les fournisseurs d'équipements, mais aussi pour les fabricants et les producteurs ne disposant pas de centre de fabrication. Cependant, en raison du contexte de marché actuel, qui pèse sur le sentiment des investisseurs et sur les marchés financiers, les valorisations de nombreux acteurs se sont effondrées et sont désormais proches de s'être normalisées. Cette situation crée des opportunités d'investissement.

Département des investissements

Joost Olde Riekerink

Analyste actions

¹ Source : McKinsey & Company, Semiconductor Insights, avril 2022.

Tableau 2 : les producteurs de semi-conducteurs et leurs marchés finaux

	Intel	AMD *	Nvidia	Qualcomm	Skyworks	Micron Technology	NXP Semiconductors	Texas Instruments	Broadcom	Qorvo	STMicroelectronics	Infineon
Informatique et stockage de données	84%	47%	32%			67%	1%	14%	19%		4%	5%
Téléphonies mobiles	3%			92%	73%	23%	7%	9%	33%	73%	6%	5%
Industrie	2%	11%			27%	4%	25%	37%	5%	27%	42%	36%
Automobile	4%	3%	6%	4%		2%	41%	20%			38%	44%
Communication	5%	8%	62%			2%	12%	12%	33%		3%	1%
Consommation	2%	31%		4%		2%	14%	8%	10%		7%	9%

* dont acquisition de Xilinx

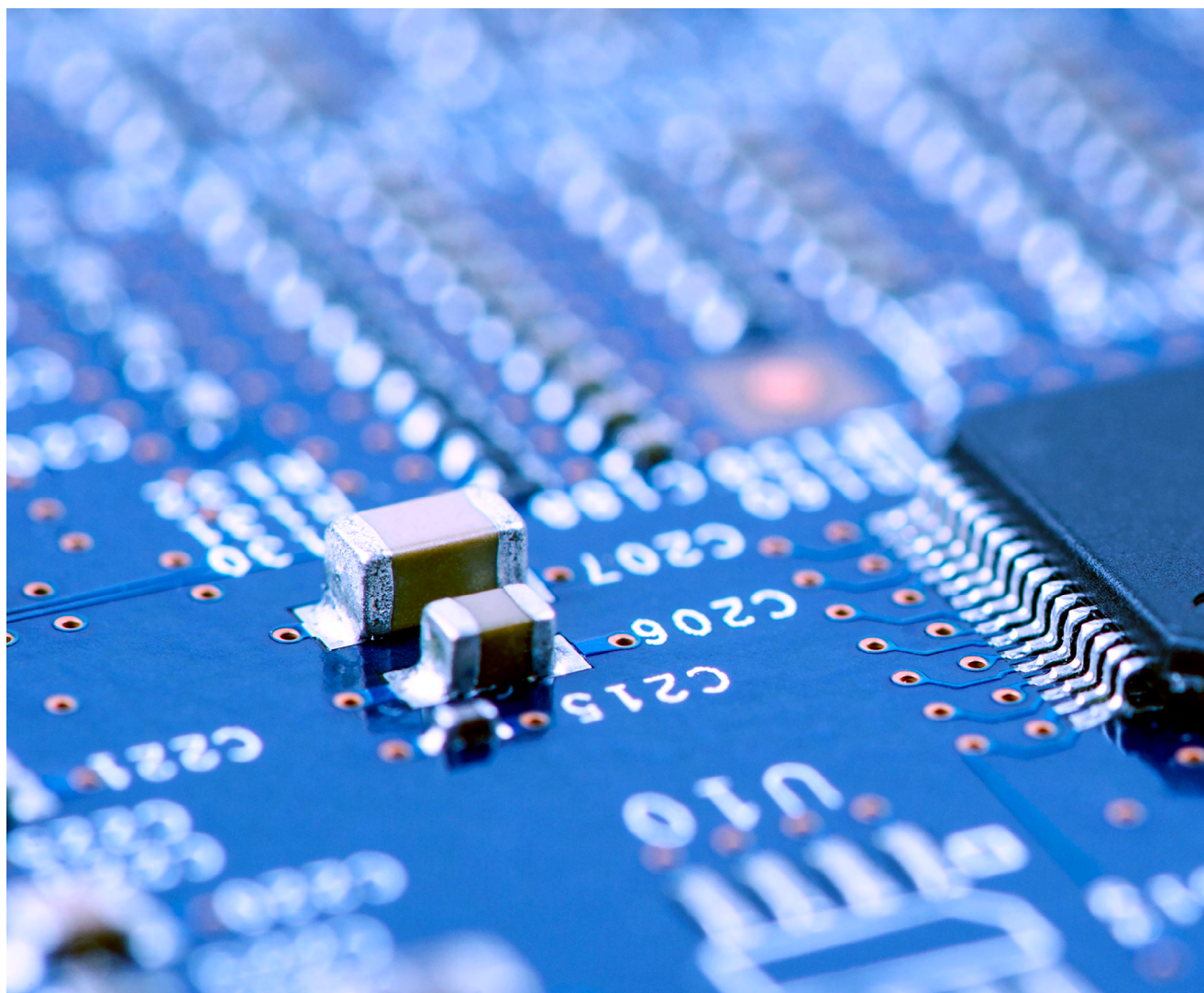
Source : Données des entreprises, Citigroup Semiconductor Handbook, ABN AMRO Global Investment Centre

Tableau 3 : Solutions d'investissement

Actions	Devise	Pays	ISIN
Intel	USD	Etats-Unis	US4581401001
AMD	USD	Etats-Unis	US0079031078
Nvidia	USD	Etats-Unis	US67066G1040
Qualcomm	USD	Etats-Unis	US7475251036
Skyworks	USD	Etats-Unis	US83088M1027
Micron Technology	USD	Etats-Unis	US5951121038
NXP Semiconductors *	USD	Etats-Unis	NL0009538784
Texas Instruments	USD	Etats-Unis	US8825081040
Broadcom *	USD	Etats-Unis	US11135F1012
STMicroelectronics	EUR	France	NL0000226223
Infineon	EUR	Allemagne	DE0006231004
ASML Holding *	EUR	Pays-Bas	NL0010273215
ASM International *	EUR	Pays-Bas	NL0000334118
Applied Materials	USD	Etats-Unis	US0382221051
TSMC	USD	Taïwan	US8740391003
Samsung	USD	Corée du Sud	US7960508882

Data per 11 May 2022; all companies are allocated to the Information Technology sector

* Recherche: ABN AMRO Oddo, pour les autres: Morningstar



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 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 ni 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.

Dettes subordonnées : 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

FST 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

