Neuflize OBC
ABN AMRO

Lettre du Conseil en investissement | décembre 2021

Chaîne d'approvisionnement perturbée : risque ou opportunité ?

Après l'impressionnant rebond de l'activité économique mondiale, les marchés financiers entrent désormais dans une nouvelle phase, caractérisée par l'augmentation des risques.

Une analyse de ces risques devrait permettre aux investisseurs de positionner leur portefeuille en conséquence et bénéficier de certaines opportunités d'investissement ; liées notamment aux perturbations sur la chaîne d'approvisionnement telle que la société Emerson Electric.

Point marché et politique d'investissement
Un « mur d'inquiétudes » à surmonter 2

Analyse
Perturbations sur la chaîne d'approvisionnement : des opportunités à long terme ? 4

Focus valeur
Emerson Electric : Le spécialiste des procédés de fabrication 7

Un « mur d'inquiétudes » à surmonter

Ces dernières semaines ont été marquées par plusieurs incertitudes pour les investisseurs : le ralentissement de l'économie, les pressions inflationnistes et l'évolution des politiques monétaires.

Trois sujets principaux sont depuis peu au centre des inquiétudes des investisseurs. En premier lieu, l'économie mondiale ralentit après avoir considérablement rebondi. En Chine en particulier, les difficultés rencontrées par le secteur immobilier sont venues renforcer cette incertitude. Ensuite, les pressions inflationnistes sont restées soutenues ces derniers mois, alimentées par la hausse des prix de l'énergie, ces derniers étant susceptibles d'avoir un impact sur les marges des entreprises. Enfin, les banques centrales semblent désormais disposées à réduire leur soutien monétaire. Tandis que des hausses de taux d'intérêt ont déjà eu lieu dans les pays émergents ces derniers mois, les marchés développés envisagent désormais de réduire progressivement leurs programmes d'achat d'actifs. Le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, a déjà annoncé le début du « tapering » à compter du mois de novembre et jusqu'à la mi-2022.

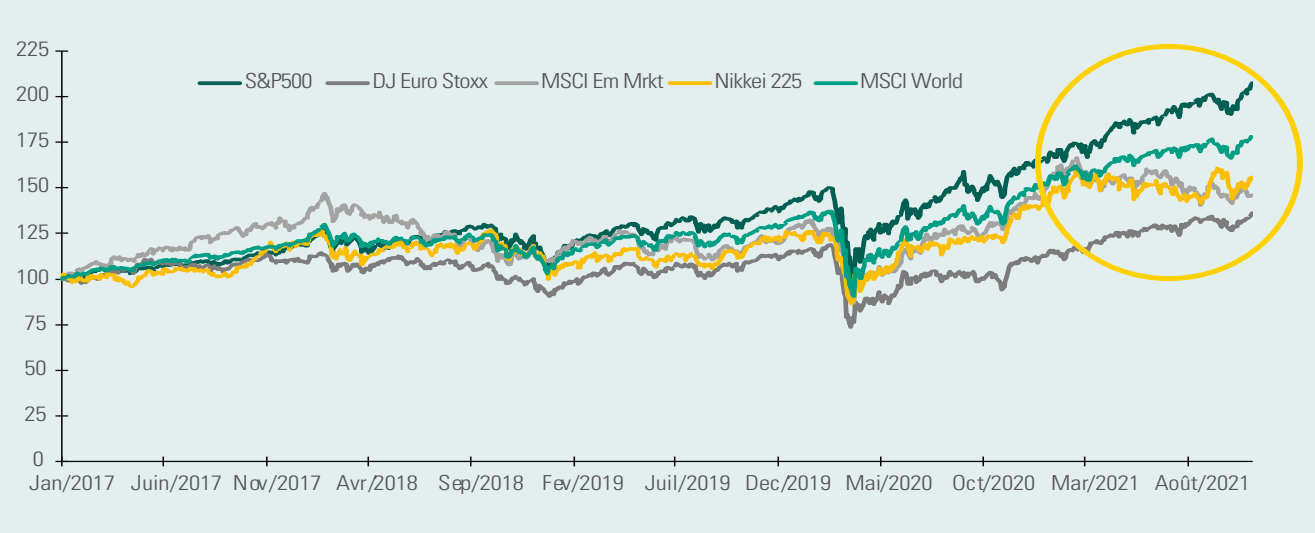
Les marchés d'actions, qui avaient poursuivis leur redressement depuis le mois de septembre, ont connus ces dernières semaines un regain de volatilité. Ils continuent toutefois d'évoluer de manière différenciée (voir graphique 1). Ainsi en dépit des incertitudes, les marchés d'actions américains, et l'indice S&P 500 en particulier, affichent les meilleures performances, après avoir atteints de nouveaux records mi-novembre; les marchés européens ont également rebondi même si l'arrivée d'une 5ème vague de contamination a réveillé les craintes des investisseurs, tandis que les marchés émergents sont restés sous pression, en particulier le marché chinois.

Un « mur d'inquiétudes »

S'agissant de la première source d'inquiétude, le ralentissement économique, notre scénario principal reste une croissance attendue supérieure au potentiel pour les économies américaine (4,1%) et européenne (3,9%) en 2022. Elle est alimentée par des conditions financières accommodantes, un fort soutien budgétaire et des marchés de l'emploi dynamiques. Du côté des marchés émergents, la situation en Chine devrait se stabiliser d'ici la fin de l'année. Le marché immobilier chinois constitue bien entendu un risque, mais jusque-là, il n'y a pas de contagion à l'ensemble de l'économie chinoise, comme l'indique le comportement du marché chinois du crédit : pour l'heure le segment des obligations de qualité ne semble pas affecté par le marché du haut rendement.

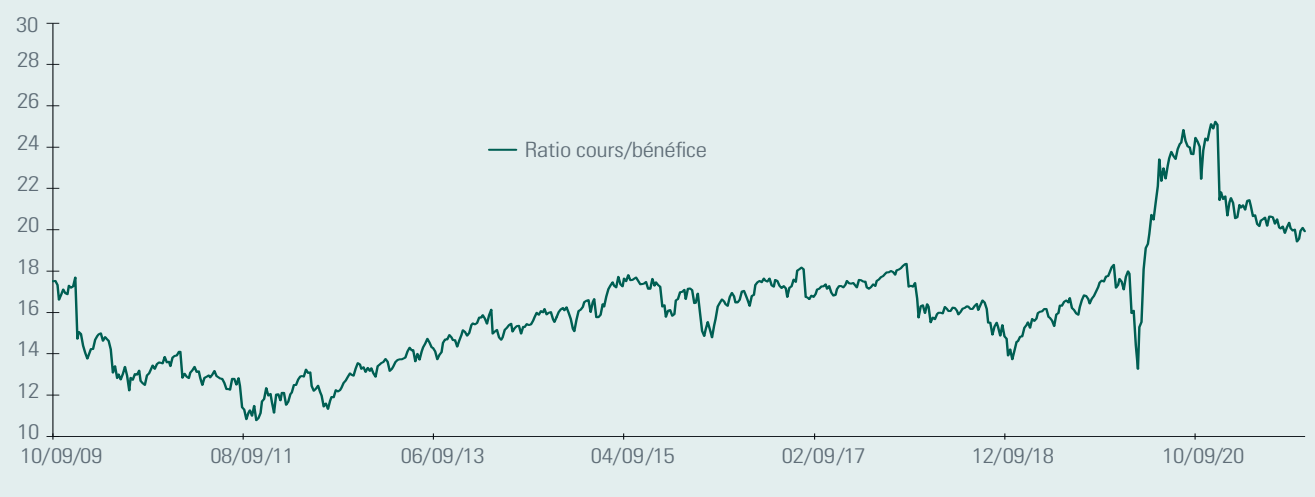
Les pressions inflationnistes constituent une autre source d'inquiétude. Elles ont alimenté le thème de la stagflation ces dernières semaines, et font craindre un impact négatif sur

Graphique 1 : Une évolution différenciée selon les zone géographiques



Source : Bloomberg

Graphique 2 : Evolution des niveaux de valorisation depuis le pic de l'an dernier



Source : Bloomberg

les bénéfices des entreprises. Pour l'heure, les résultats des entreprises restent solides, comme en témoigne la saison des résultats pour le troisième trimestre. Aux États-Unis, 81 % des publications sont supérieures aux attentes, pour une croissance des bénéfices d'environ 36 % en glissement annuel. En Europe, le taux de surprise relatif aux bénéfices est – comme c'est généralement le cas – moins impressionnant, avec 62 % des bénéfices supérieurs aux attentes mais la croissance des bénéfices reste forte, à 37%. Ceci permet aux valorisations des entreprises d'être moins tendues qu'en début d'année. Par exemple, l'indice MSCI World se négocie avec un ratio cours/bénéfices de 20, contre 26 à la fin de l'année dernière (voir graphique 2).

La troisième grande inquiétude concerne les changements de politique monétaire. Les banques centrales des pays développés signalent désormais leur volonté de réduire le soutien apporté à l'économie, au cours des prochains trimestres. A titre d'illustration, le « tapering » (désignant le processus de réduction des achats d'actifs) de la Réserve fédérale américaine a débuté mi-novembre. Si nous prévoyons des hausses de taux de la Réserve fédérale à partir de mi-2022, les conditions financières resterons toutefois relativement accommodantes.

Politique d'investissement

Si une consolidation plus généralisée reste possible à court terme, les perspectives à 12 mois restent, selon nous, favorables aux actifs risqués et, en particulier, aux actions. C'est la raison pour laquelle nous maintenons notre surpondération de cette classe d'actifs.

S'agissant de l'allocation géographique, nous conservons une position neutre sur l'ensemble des régions. Bien que les marchés émergents aient nettement sous-performé cette année, nous maintenons notre position inchangée (neutre) l'économie chinoise demeurant sous pression. En ce qui concerne l'Europe et les États-Unis, nous conservons une position neutre également.

Enfin, notre allocation sectorielle reste inchangée et nous conservons une approche équilibrée. Nous maintenons notre préférence pour les secteurs cycliques et décotés par le biais d'une surpondération des secteurs de l'industrie, des matériaux de base, de la consommation discrétionnaire et de la finance, tout en maintenant une exposition significative aux secteurs de la technologie (neutre) et à la santé (surpondération). En revanche, nous restons souspondérés sur les secteurs de l'énergie et de la consommation de base.

Département des investissements

Analyse

Perturbations sur la chaîne d'approvisionnement : des opportunités à long terme ?

Si l'épidémie de coronavirus continue de perturber la vie des populations, elle entraîne également des difficultés pour les entreprises, la crise sanitaire ayant notamment entraîné d'importantes perturbations sur les chaînes d'approvisionnement au niveau mondial. Une analyse des raisons de ces perturbations, nous permet cependant d'identifier des opportunités d'investissement.

Qu'elles sont les raisons de ces perturbations ?

La propagation du virus a provoqué un arrêt de l'activité économique mondiale. Du jour au lendemain, la demande des consommateurs et l'activité économique se sont effondrés. En conséquence, les entreprises ont dû rapidement réduire leurs stocks et fermer des capacités de production. Le télétravail s'est imposé et la tendance à la digitalisation s'est accélérée.

Mais l'activité économique a ensuite repris, grâce à la mise au point de vaccins efficaces, aussi rapidement qu'elle s'était arrêtée. Les restrictions sanitaires s'assouplissant, les entreprises ont été confrontées à une forte reprise de la demande, jusqu'à l'épuisement des stocks. Les chaînes d'approvisionnement étaient par ailleurs déjà sous pression en raison de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine[1], et une propagation inégale du virus selon les zones géographiques a entraîné de nouveaux déséquilibres entre l'offre et la demande.

Une pénurie de puces électroniques

A titre d'illustration, les ventes de voitures se sont effondrées pendant la première vague de COVID-19, entraînant une chute des commandes de composants tels que les puces électroniques (voir graphique 1). Mais alors que la demande reprenait fortement, les fabricants de puces avaient déplacé une partie de leurs capacités de production vers d'autres segments d'activité, pour faciliter notamment l'accès au télétravail de l'ensemble de leurs salariés. Cela a ainsi provoqué d'importantes ruptures de la production. Le constructeur automobile allemand Volkswagen a récemment indiqué que les goulets d'étranglement sur la chaîne de production s'étaient encore resserrés. Les livraisons de voitures ont chuté de près de 25 % au troisième trimestre, par rapport à la même période l'année dernière ; par exemple le constructeur a actuellement un arriéré de plus de 130 000 commandes pour ses modèles de Golf.[2]

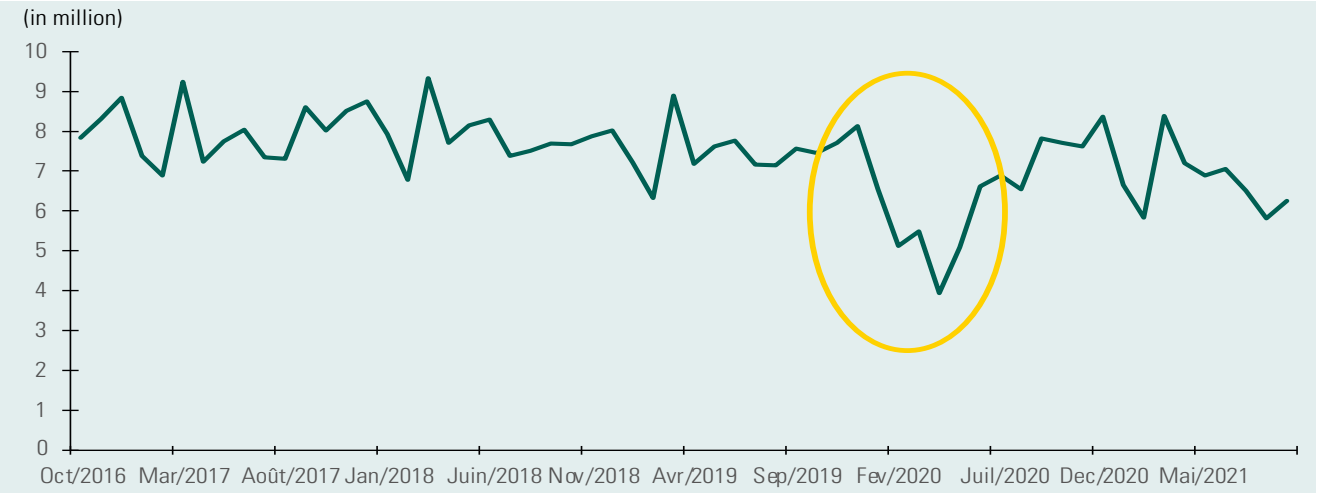
Bien que ces difficultés continuent de peser sur l'industrie automobile, l'offre et la demande finiront par s'équilibrer. Les constructeurs tels que Volkswagen et BMW seront dès lors bien positionnés pour bénéficier de la reprise, d'autant qu'ils sont à l'avant-garde de la transition vers les véhicules électriques. Les fournisseurs de pièces automobiles tels que BorgWarner et Continental pourraient également bénéficier d'une hausse de la demande.

Pour l'heure, le secteur automobile est fortement lié à celui des semi-conducteurs dont l'offre demeure insuffisante. Les

1 Source : Recherche Morningstar

2 Source : Bloomberg

Graphique 1 : Chute des commandes de puces suite à l'effondrement des ventes de véhicules légers - monde



Source : Bloomberg, LMC Automotive

délais d'exécution ont augmenté pour atteindre 22 semaines en moyenne en septembre, contre 12 semaines avant la pandémie.[3] Le fabricant néerlandais de machine de photolithographie pour l'industrie des semi-conducteurs ASML, a notamment connu une forte demande. Afin de réduire les délais de livraisons, les fabricants de puces vont jusqu'à commander des machines avant même que l'ensemble des tests en usine n'aient été réalisés. Parmi les fabricants d'équipements destinés aux fabricants de semi-conducteurs, la société ASM International semble elle aussi bien positionnée pour bénéficier d'une demande croissante. De plus, la demande de puces bénéficie également de facteurs de soutien plus structurels dans un contexte où la Chine, les États-Unis et l'Europe considèrent

3 ABN AMRO Group Economics Global Monthly – la crise de l'énergie menacera-t-elle la reprise ?

Graphique 2 : L'indice des semi-conducteurs de Philadelphie est proche de son plus haut niveau historique

Source : Bloomberg

cette industrie comme un atout stratégique à long terme.

Jusque-là, la pénurie de puces n'a pas entrainé de contre-performances boursières du secteur des semi-conducteurs. L'indice des semi-conducteurs de Philadelphie, également connu sous le nom de SOX, est proche de son plus haut niveau historique (voir graphique 2). Outre les fournisseurs d'équipements et de machines pour l'industrie des semi-conducteurs, les sociétés telles que TSMC (fabricant de puces) et ADM (concepteur) pourraient bénéficier d'une demande accrue. De même, la société leader dans la fabrication de capteurs et de connecteurs TE Connectivity pourrait continuer à bénéficier de la reprise dans les secteurs automobile et industriel.

Dans le secteur de l'industrie, les entreprises axées sur l'automatisation, telles qu'Emerson Electric et Jacob's Engineering, sont en première ligne. Les développements futurs dans le domaine de l'automatisation, requièrent des innovations technologiques et, dans ce secteur de la technologie, les concepteurs de logiciels et fabricants d'équipement tels que Cisco Systems, Sony et VMware, semblent bien positionnées.

Qu'en est-il de l'inflation ?

Cette forte tension sur les chaînes d'approvisionnement mondiales s'est traduite par une hausse importante du prix des matières premières entrainant, entre autres, des pressions inflationnistes. Les entreprises sont de plus en plus contraintes de répercuter ces hausses de prix sur le consommateur mais seules celles disposant d'un pouvoir de fixation des prix y parviennent. Par exemple, dans le secteur de l'alimentation et des boissons, les géants PepsiCo et Coca-Cola augmentent désormais leurs prix pour tenir compte de la hausse du prix des intrants (désignant les éléments entrant dans la production). Même l'entreprise alimentaire américaine Kraft Heinz, qui lutte depuis plusieurs années pour s'adapter à l'évolution du comportement des consommateurs, a récemment emprunté cette voie. Le secteur du Luxe a également été affecté par les tensions sur la chaîne d'approvisionnement et les restrictions liées à la COVID-19. De plus, le gouvernement chinois s'est récemment prononcé en faveur de mesures pour « la prospérité commune » de la population, impactant négativement le sentiment des investisseurs à l'égard des sociétés du luxe très actives sur le marché chinois. A plus long terme, nous pensons néanmoins que le rationnel d'investissement pour des sociétés telles que l'américain Tapestry reste intact. Toutefois, toutes les sociétés ne seront pas en mesure de développer avec succès leurs activités dans un environnement inflationniste, les investisseurs devront donc se montrer sélectifs.

De plus, dans ce contexte de pressions inflationnistes, associé à une orientation à la hausse des taux d'intérêt, il est opportun de conserver une exposition aux secteurs de la finance et éventuellement de l'énergie. Au sein du secteur financier, nous restons positifs à l'égard des banques, qui devraient bénéficier d'une hausse des taux d'intérêt et d'une augmentation de la demande de prêts en période de reprise économique. Ainsi les banques européennes telles que BNP Paribas, UBS et Crédit Agricole sont bien positionnées, tout comme, au sein des services financiers, les sociétés Deutsche Boerse et Blackrock. S'agissant de l'énergie, les perspectives du secteur à long terme sont moins favorables. Néanmoins, la dynamique à court terme pourrait justifier une exposition, notamment à Valero Energy, Royal Dutch Shell, SBM Offshore et TotalEnergies.

Perspectives

En conclusion, l'économie mondiale devrait continuer à croître au-delà de son potentiel dans les trimestres à venir, tant aux États-Unis qu'en Europe. Les perturbations sur la chaîne d'approvisionnement finiront par s'atténuer, permettant à l'offre de se normaliser et à l'inflation de ralentir. À court terme, cependant, les goulets d'étranglement risquent de persister. Pour les investisseurs, il est opportun de conserver un portefeuilles diversifié et de s'orienter vers les sociétés susceptibles de bénéficier d'un retour à l'équilibre entre l'offre et la demande.

Département des investissements

Arthur Boelman, Recherche actions

Tableau 1: Listes des valeurs en lien avec la thématique des "Perturbation sur la chaîne d'approvisionnement"

Actions	Devise	Secteur	Pays	ISIN
AMD	USD	Technologie	Etats-Unis	US0079031078
ASML	EUR	Technologie	Pays-Bas	NL0010273215
ASM International	EUR	Technologie	Pays-Bas	NL0000334118
Blackrock	USD	Finance	Etats-Unis	US09247X1019
BMW	EUR	Consommation discretionnaire	Allemagne	DE0005190003
BNP Paribas	EUR	Finance	France	FR0000131104
BorgWarner	USD	Consommation discretionnaire	Etats-Unis	US0997241064
Cisco Systems	USD	Technologie	Etats-Unis	US17275R1023
Coca Cola	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US1912161007
Continental	EUR	Consommation discretionnaire	Etats-Unis	DE0005439004
Credit Agricole	EUR	Finance	France	FR0000045072
Deutsche Boerse	EUR	Finance	Allemagne	DE0005810055
Emerson Electric	USD	Industrie	Etats-Unis	US2910111044
Jacob's Engineering	USD	Industrie	Etats-Unis	US4698141078
KraftHeinz	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US5007541064
Pepsico	USD	Consommation de base	Etats-Unis	US7134481081
Royal Dutch Shell	EUR	Energie	Pays-Bas	GB00B03MLX29
SBM Offshore	EUR	Energie	Pays-Bas	NL0000360618
Sony	USD	Consommation discretionnaire	Japon	US8356993076
Tapestry	USD	Consommation discretionnaire	Etats-Unis	US8760301072
TE Connectivity	USD	Technologie	Suisse	CH0102993182
TSMC	USD	Technologie	Taïwan	US8740391003
Totalenergies	EUR	Energie	France	FR0000120271
Valero Energy	USD	Energie	Etats-Unis	US91913Y1001
Vmware	USD	Technologie	Etats-Unis	US9285634021
Volkswagen	EUR	Consommation discretionnaire	Allemagne	DE0007664039
UBS	CHF	Finance	Suisse	CH0244767585

Données au 30 novembre 2021

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

Focus valeur

Emerson Electric : Le spécialiste des procédés de fabrication

Emerson Electric est un leader mondial dans le domaine de la conception et la fabrication de produits et de services d'ingénierie. La société propose des solutions innovantes adaptées à un large éventail d'applications industrielles et commerciales dans le monde entier. Elle produit également des instruments de mesure et d'analyse fournissant des données relatives aux propriétés physiques des liquides et des gaz.

Fondée en 1890 à Saint-Louis, aux États-Unis, l'entreprise Emerson produisait à l'origine un moteur électrique à courant alternatif, développé à partir du brevet déposé par ses fondateurs, les frères Alexander et Charles Meston. A partir de 1892 Emerson commercialise un ventilateur électrique qui deviendra son produit phare, puis entre 1910 et 1920 la société participe au développement des premiers systèmes à air pulsée. Emerson poursuit ensuite sa croissance avec l'élargissement de sa gamme, notamment par le biais d'opérations de croissance externe, incluant l'acquisition de Open Systems, Cooper Atkins et, plus récemment, Aspen Technology. Aujourd'hui, l'activité d'Emerson se répartie en deux segments : les Solutions d'automatisation et les Solutions commerciales et résidentielles.

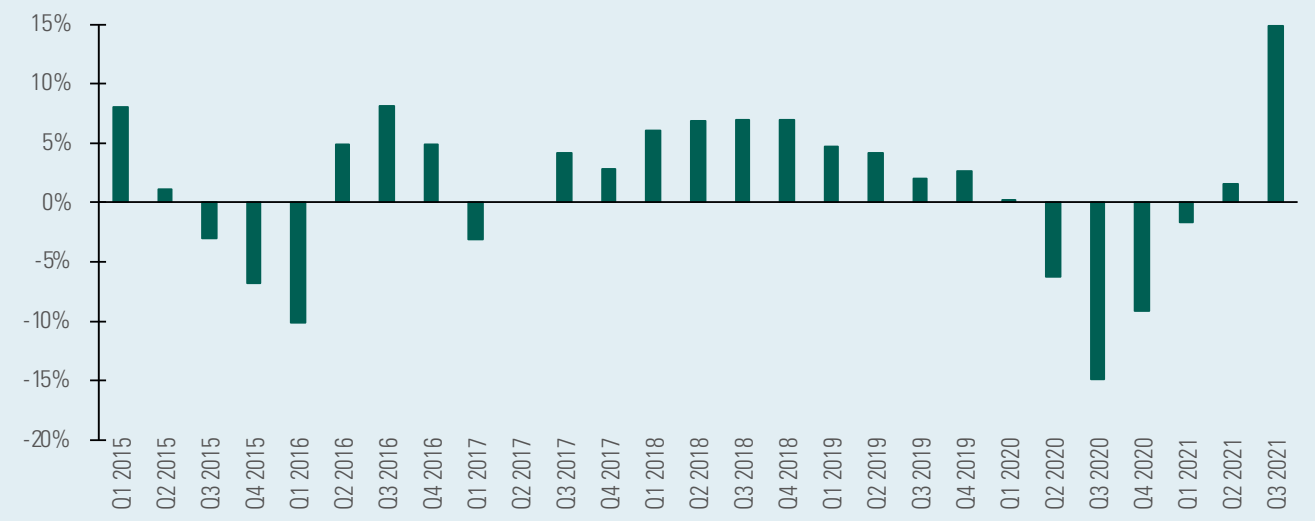
Le segment Solutions d'automatisation (qui représente les deux tiers du chiffre d'affaires) permet aux fabricants de maximiser leur production, de protéger le personnel et l'environnement, et d'optimiser leur efficacité énergétique ainsi que leurs coûts d'exploitation. Emerson propose une vaste gamme de produits et de solutions intégrées, dont des vannes et équipements industriels, ainsi que des logiciels et des systèmes de gestion des procédés.

Le segment Solutions commerciales et résidentielles (un tiers du chiffre d'affaires) se compose des sous-segments Technologies climatiques et Outils et produits résidentiels. Cette activité fournit des produits permettant l'amélioration de l'efficacité énergétique, du confort des ménages et des commerces et protègent la qualité et la conservation des aliments grâce à des technologies de chauffage, climatisation et réfrigération.

L'automatisation, un marché toujours en croissance

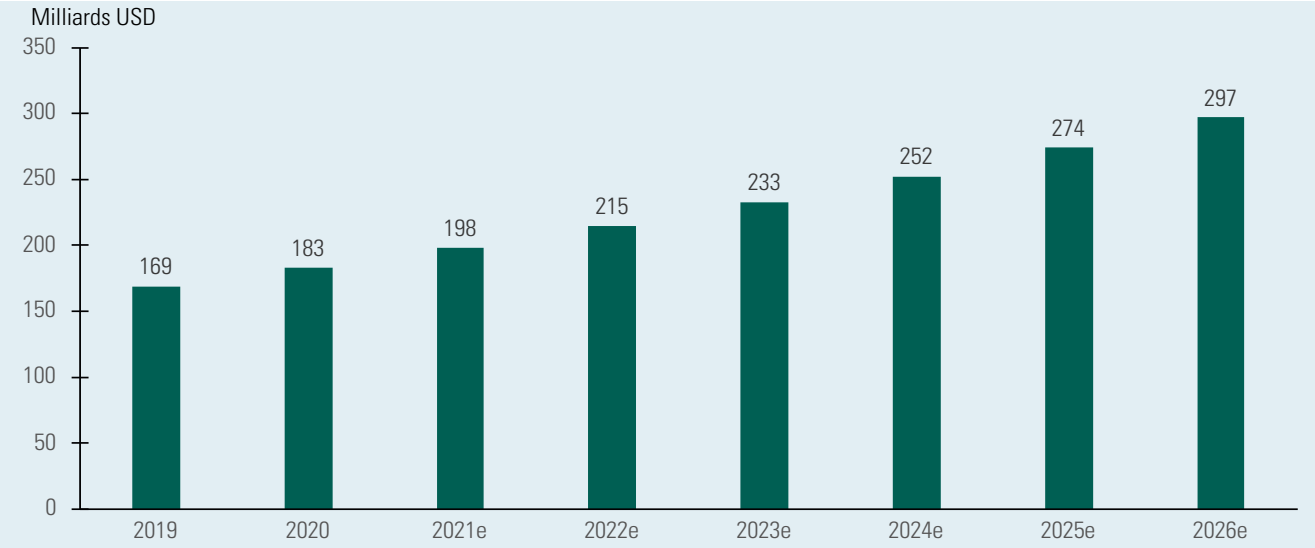
Au cours des derniers mois, Emerson est parvenue à relancer son activité après une période de réduction de ses investissements, en raison de tensions géopolitiques et de perturbations liées à la crise sanitaire. La dynamique de croissance actuelle de l'activité Solutions commerciales et résidentielles ainsi qu'un regain de croissance de l'activité Solutions d'automatisation, le tout associé à la forte rentabilité des deux segments, sont le signe que la société bénéficie d'une dynamique positive. Cela devrait engendrer, en particulier au sein de l'activité Solutions d'automatisation, une croissance supplémentaire en 2022 et au-delà. La croissance sous-jacente des ventes est, d'ores et déjà, repassée en territoire positif (voir graphique 1).

Graphique 1 : Une dynamique de croissance des ventes positive



Source : Emerson Electric; Company Data

Graphique 2 : Anticipation de croissance du marché de l'automatisation industrielle (monde)



Source : Statista 2021

La société Emerson est bien positionnée pour profiter du potentiel de croissance du marché mondial de l'automatisation. Ce dernier devrait en effet passer de 198 milliards de dollars en 2021 à près de 300 milliards de dollars en 2026 (voir graphique 2). Le marché de l'automatisation peut être divisé en 3 segments ; le matériel d'équipement et les services (59 %), les logiciels de contrôle (32 %) et les logiciels autonomes (9 %)[1] ; Emerson détient environ 15 % de part de marché dans chacun d'eux. Nous sommes convaincus qu'Emerson bénéficiera de la poursuite de la réouverture des économies, de la résorption des perturbations sur la chaînes d'approvisionnement et de la hausse des dépenses d'infrastructures, notamment en matière d'automatisation.

Une prise de conscience accrue des conséquences du réchauffement climatique devrait encore contribuer à la croissance d'Emerson. Cette « nouvelle » réalité devrait en effet inciter les entreprises à accroître leurs investissements pour atteindre les objectifs climatiques, ce dont la société Emerson est bien consciente. Sa stratégie en matière de développement durable se résume par : « l'écologisation d'Emerson, l'écologisation par Emerson et l'écologisation avec Emerson ».[2] L'« écologisation de » désigne la manière dont la société améliore ses performances et pratiques internes en matière de développement durable, en se concentrant sur la réduction des émissions de gaz à effet de serre et de la consommation d'énergie et d'eau. L'« écologisation par » correspond à la manière dont Emerson soutient et contribue aux efforts de décarbonation et de réduction de l'empreinte environnementale de ses clients. Enfin, l'« écologisation avec » traite de la manière dont Emerson favorise la collaboration entre les parties prenantes en s'engageant auprès des gouvernements, en participant aux séminaires et forums, et en établissant des partenariats avec les universités. L'« écologisation par », en particulier, devrait constituer une source de croissance de plus en plus importante pour la société.

Des perspectives à long terme

L'acquisition d'Aspen Technology ouvre des perspectives d'accélération de la transformation numérique d'Emerson. Aspen est un leader mondial des logiciels d'optimisation permettant d'améliorer les processus de conception, d'exploitation et de maintenance des outils de production dans des environnements industriels complexes. Sa clientèle opère dans des secteurs tels que l'énergie (40 %), la chimie (30 %) et l'ingénierie et la construction (25 %). Emerson va fusionner ses activités logiciels avec Aspen, tout en conservant le contrôle majoritaire de l'entité combinée.

Cette acquisition est le signe que le nouveau PDG, Lal Karsanbhai poursuit la stratégie d'Emerson, qui consiste à se positionner sur des marchés finaux à plus forte croissance et avec des marges plus élevées. La combinaison des deux entités permet une production à plus grande échelle, une diversification sectorielle et une gamme de produits à destination d'une clientèle liée aux énergies traditionnelles et à la transition énergétique (pour la captation de carbone par exemple ou la modernisation des réseaux électriques). La collaboration entre les deux entités devrait favoriser le développement d'un axe de croissance lié au numérique et la création de valeur grâce à l'accès à leurs clientèles respectives.[3]

Département des investissements

Joost Olde Riekerink, Recherche actions

1 Source : Statista 2021, Morningstar

2 Source : Rapport ESG Emerson 2020, juin 2021

Avertissement

La présente documentation a été préparée par la Banque Neuflize 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 Neuflize 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 Neuflize 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 Neuflize 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 Neuflize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions ne sont non plus un conseiller en placement enregistré au sens de l'U.S. Investment Advisers Act de 1940, tel qu'amendé («Advisers Act» et conjointement avec la Loi de 1934, les «Lois») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Sauf exception spécifique aux termes des Lois, les services de courtage ou de conseil en placement fournis par ABN AMRO Bank N.V., la Banque Neuflize 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.

SA à directoire et conseil de surveillance au capital de 383 507 453 euros - Siège social : 3 avenue Hoche - 75008 Paris - 552 003 261 RCS Paris - numéro ORIAS : 07025 717 - Courtier en Assurance-Vie Agréée en tant qu'établissement de crédit par l'Autorité de contrôle Prudentiel et de Résolution (CIB n° 30788),61, rue Taitbout - 75009 Paris - Téléphone : + 33 (1) 56 21 77 00 - Carte professionnelle « Transactions sur immeubles et fonds de commerce » n° T14364 délivrée par le Préfet de Police ; engagement de non détention de fonds, absence de garantie financière.

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 apparaitre 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 Stapkes Index : indice représentatif des principales valeurs internationales du secteur de la consommation de base au niveau mondial.

Actions : les principaux indicesboursiers

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

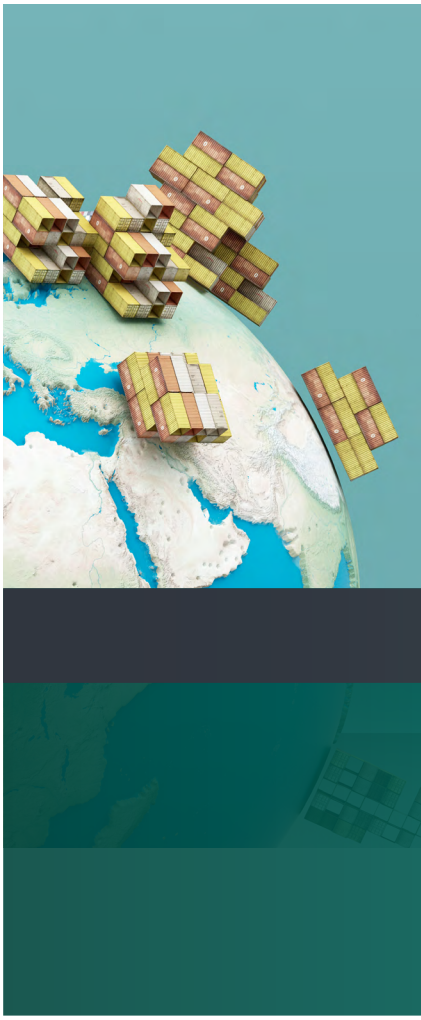
Obligations : les principaux indices boursiers

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



21.400.06 (11.21)