

	SOUS-PONDÉRÉ —	NEUTRE ○	SURPONDÉRÉ +	VARIATION MENSUELLE Variation maximale ◀◀◀ ▶▶▶
CLASSES D'ACTIFS Nous conservons une allocation neutre en actions, le signal de vente émis par nos indicateurs de sentiment contrebalançant l'accélération de la croissance économique.		Actions Obligations Liquidités Or Pétrole USD		◀ ▶
ACTIONS: PAR RÉGION ET PAR STYLE Nous maintenons la surpondération des actions américaines, malgré le dénouement prochain du QE; les actions européennes ne sont pas suffisamment bon marché pour compenser les risques politiques et économiques croissants.		Japon Etats-Unis Europe Pacifique Economies émergentes Capitalisations petites et moyennes Valeur		
ACTIONS: PAR SECTEUR L'amélioration des indicateurs avancés et l'augmentation des rendements obligataires nous incitent à renforcer notre exposition aux valeurs cycliques et à adopter un positionnement plus prudent à l'égard des secteurs défensifs.		Energie Matières premières Industrie Consommation discrétionnaire Biens de conso. courante Santé Finance Informatique Télécommunications Services aux collectivités		◀ ▶
TAUX FIXES Notre allocation en obligations reste inchangée. Nous continuons de surpondérer les titres <i>investment grade</i> ainsi que le segment <i>high yield</i> , où nous cherchons à renforcer notre exposition.		EUR dette souveraine EUR dette indexée sur l'inflation EUR Investment Grade EUR High Yield Dette émergente monnaie forte (USD) Dette émergente monnaies locales		

Pris entre l'accélération de la croissance et le risque d'une sortie du QE3

Pictet Asset Management **Unité Stratégie**

Perspectives mensuelles à trois mois pour l'investisseur en euros

Barometer

Août 2013

Perspectives mensuelles

Pictet Asset Management
Unité Stratégie

Publié le 29 juillet 2013

Vue d'ensemble des marchés

Atténuation des craintes d'une sortie du QE3

Les actions des marchés développés ont enregistré un solide rebond après les pertes essuyées le mois dernier, le président de la Réserve fédérale ayant cherché à apaiser les craintes d'une réduction sensible du programme de relance des autorités monétaires américaines.

Dans son intervention devant les législateurs américains, Ben Bernanke s'est en effet employé à préciser que les rachats d'actifs de la Fed n'évoluaient pas selon un parcours prédéterminé et que la politique menée dépendrait des conditions économiques. Ces propos faisaient suite aux déclarations successives de la Banque centrale européenne, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon, s'engageant toutes à maintenir une politique accommodante.

Les commentaires des banques centrales ont éclipsé les résultats mitigés publiés par les entreprises (voir graphique). Si la période de publication des bénéfices a vu quelque 65% des entreprises dépasser les attentes des analystes, 40% seulement ont excédé les prévisions en termes de chiffres d'affaires.

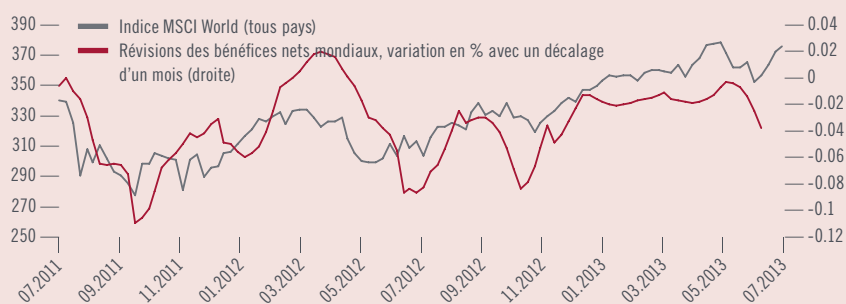
Les actions japonaises et européennes ont tiré les marchés boursiers vers le haut, mais contrairement aux rallyes précédents, les titres des marchés émergents sont restés très en retrait, les conditions économiques au Brésil et en Chine continuant de déstabiliser les investisseurs. Des signes croissants laissent penser que de nombreuses nations émergentes sont sur le point d'entamer une

phase difficile de leur cycle économique: alors que les conditions de marché se détériorent, la faiblesse des devises encourage les banques centrales à resserrer leur politique monétaire. En Inde, la banque centrale a relevé ses taux pour enrayer un repli de la roupie. En Turquie, la banque centrale aurait puisé dans ses réserves en monnaies étrangères pour protéger la monnaie nationale.

En termes sectoriels, le schéma des performances est conforme à celui d'un rallye soutenu par la propension au risque, les secteurs cycliques tels que les matériaux, les financières et les industrielles ayant réalisé une meilleure performance que le marché au sens large. Les petites capitalisations se sont elles aussi particulièrement bien comportées. Les technologies de l'information comptent en revanche parmi les secteurs cycliques restés à la traîne.

Sur les marchés obligataires, les emprunts d'entreprise ont surperformé les obligations d'Etat, les titres à haut rendement générant les meilleures performances. Les bons du Trésor américain sont restés stables après les ventes massives essuyées le mois dernier. En Europe, les investisseurs n'ont pas été déstabilisés par l'annonce d'une dégradation par Standard and Poor's de la note de l'Italie, de BBB+ à BBB. Le marché de la dette émergente en dollars et en monnaies locales s'est inscrit en hausse, ce dernier segment profitant d'un rebond des devises émergentes.

LES REVISIONS A LA BAISSSE DES PREVISIONS DE BENEFICES SE POURSUIVENT



Source: Thomson Reuters Datastream

Allocation d'actifs

Maintien d'une allocation neutre en actions et réduction de l'exposition aux obligations à sous-pondérée

Après le récent rallye, le potentiel de hausse des actions nous semble limité à court terme, et ce même si les conditions économiques semblent s'améliorer.

En effet, une accélération de la croissance conduirait inévitablement la Réserve fédérale à réduire son programme de rachats d'actifs – nous continuons de penser que la Fed amorcera une sortie d'ici à décembre au plus tard –, retirant ainsi le principal soutien aux actifs risqués. Un ralentissement de la croissance entraînerait pour sa part de nouvelles révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, ce qui pénaliserait également les actions.

Celles-ci devraient par conséquent se maintenir au sein de leur fourchette de fluctuation jusqu'à la fin de l'été. Bien que la croissance semble s'accélérer et que les banques centrales poursuivent leurs politiques de relance, les valorisations et les mesures du sentiment laissent penser qu'une correction du marché n'est pas à exclure. Nous conservons donc un positionnement neutre à l'égard des actions.

Cela étant, nous pensons que les actions surperformeront les obligations dans les trois mois à venir. Ainsi, nous avons profité du récent repli des rendements obligataires pour rétablir notre sous-pondération des emprunts d'Etat. La classe d'actifs est confrontée à de nombreux risques: la perspective d'une accélération de la croissance, la sortie du QE3, une augmentation potentielle du risque souverain dans la zone euro à l'approche des élections générales en Allemagne et des valorisations peu attrayantes dessinent un environnement peu favorable aux marchés d'emprunts souverains.

Nous continuons de surpondérer le dollar US, malgré la correction du mois dernier. L'économie américaine demeure en bien meilleure posture que les autres économies du monde développé.

Nos indicateurs du cycle conjoncturel montrent que l'activité économique a continué de s'améliorer le mois dernier. Selon notre analyse, les marchés développés et

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCE: CLASSE D'ACTIFS

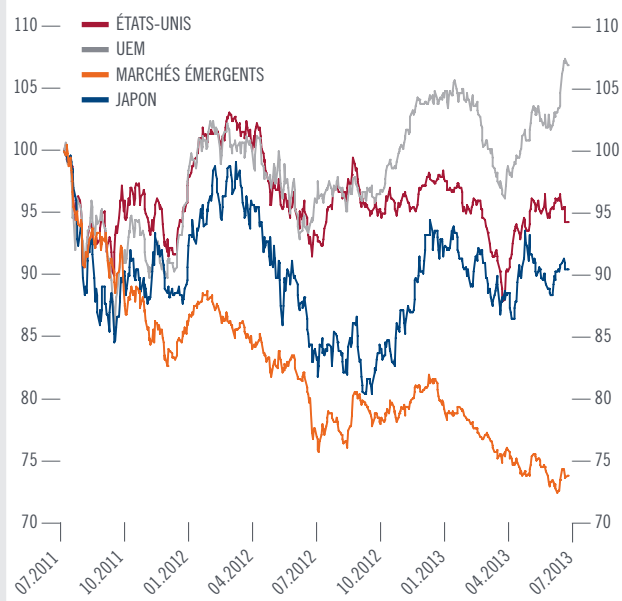


OBLIGATIONS: SPREADS ENTRE LES CLASSES D'ACTIFS



ROTATION SECTORIELLE DES ACTIONS ET PERFORMANCE DES MONNAIES

ROTATION SECTORIELLE DES ACTIONS MONDIALES: PERFORMANCE DES VALEURS CYCLIQUES P. RAP. AUX VALEURS DEFENSIVES



PERFORMANCE: MONNAIES P. RAP. AU DOLLAR

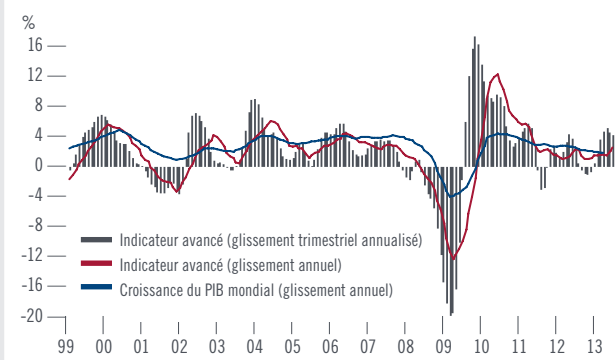


INDICATEURS DE POSITIONNEMENT EN TERMES DE RISQUE

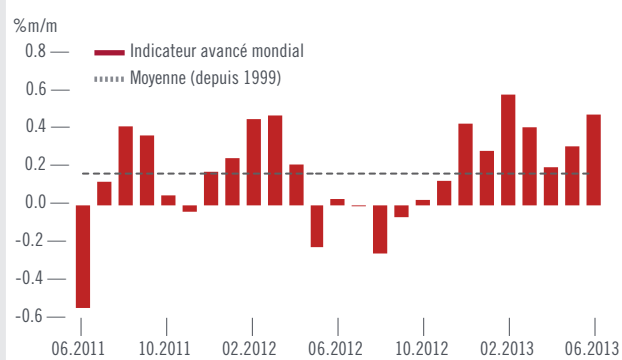
VARIATION MENSUELLE Variation maximale ◀◀◀◀ ▶▶▶▶		AVERSION AU RISQUE —	POSITIONNEMENT NEUTRE ○	PROPENSION AU RISQUE +
	▷			Cycle conjoncturel
◀	▷▷			Liquidité
			Valorisations	
◀◀		Sentiment		
			Stratégie de PAM	

CYCLE CONJONCTUREL: AMÉLIORATION CONTINUE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE MONDIALE

INDICATEUR AVANCE DE L'ACTIVITE MONDIALE ET CROISSANCE DU PIB REEL

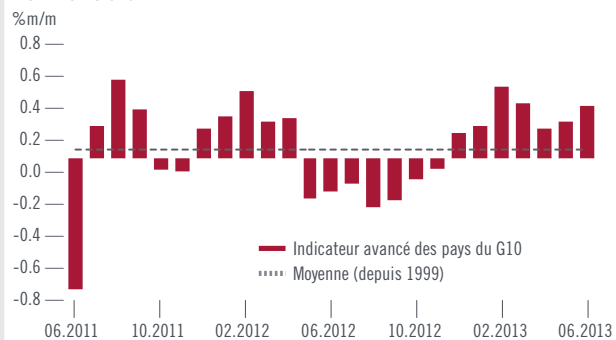


INDICATEUR AVANCE DE L'ACTIVITE MONDIALE EN CROISSANCE SEQUENTIELLE (M/M)

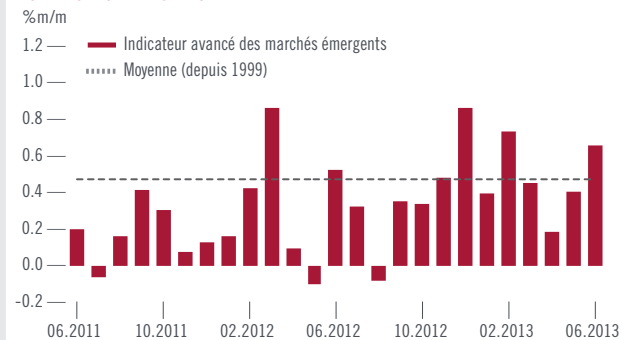


LEGERE ACCELERATION DE LA DYNAMIQUE ECONOMIQUE DANS LES PAYS DU G10 ET LES ECONOMIES EMERGENTES

INDICATEUR AVANCE DE LA CROISSANCE EN GLISSEMENT MENSUEL DANS LES PAYS DU G10



INDICATEUR AVANCE DE LA CROISSANCE EN GLISSEMENT MENSUEL SUR LES MARCHES EMERGENTS



VALORISATIONS: MARCHES ACTIONS ET SECTEURS

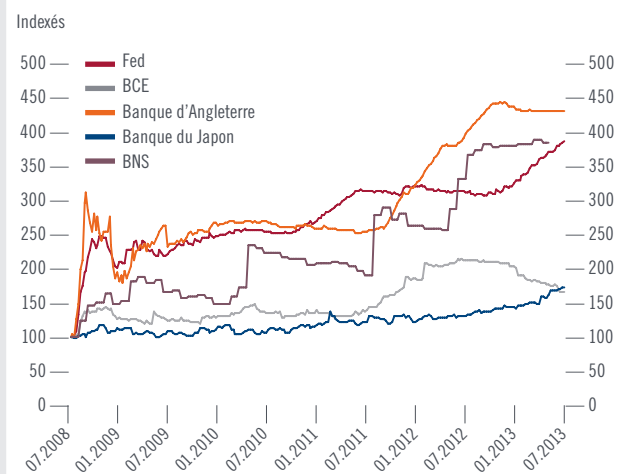
PAYS ET SECTEURS

REGIONS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/ BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE	COURS/ VENTES	RENDEMENT DU DIVIDENDE
	2013	2014	2013	2014	2013	12M	2013E	2013E	2013E
Etats-Unis	7%	11%	2%	4%	15.4	14.4	2.3	1.5	2.1%
Europe	1%	12%	2%	3%	13.3	12.4	1.6	1.0	3.6%
UEM	0%	14%	2%	3%	13.3	12.2	1.3	0.8	3.6%
Suisse	8%	11%	4%	5%	15.6	14.6	2.4	2.1	3.1%
Royaume-Uni	1%	9%	2%	3%	12.5	11.8	1.8	1.1	3.8%
Japon	63%	10%	7%	3%	13.9	14.8	1.3	0.7	1.8%
Marchés émergents	10%	12%	6%	8%	10.6	9.9	1.4	0.7	3.0%
Asie hors Japon	14%	13%	7%	8%	11.5	10.7	1.4	0.7	2.8%
Monde	8%	11%	4%	5%	14.2	13.3	1.8	1.1	2.6%

SECTEURS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/ BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE	COURS/ VENTES	RENDEMENT DIVIDENDE
	2013	2014	2013	2014	2013	12M	2013E	2013E	2013E
Energie	0%	9%	-1%	2%	11.3	10.8	1.4	0.7	3.1%
Matériaux	0%	18%	4%	5%	14.1	12.6	1.5	0.9	2.8%
Industrielles	10%	14%	5%	5%	15.5	14.3	2.2	0.8	2.3%
Conso. discrétionnaire	18%	12%	7%	6%	16.0	15.0	2.6	1.0	1.8%
Consommation de base	7%	10%	6%	5%	18.3	17.2	3.5	1.1	2.7%
Santé	0%	10%	5%	5%	16.7	15.8	3.2	1.8	2.2%
Financières	13%	10%	4%	5%	12.4	11.7	1.2	1.6	3.0%
Techn. de l'information	10%	13%	6%	6%	14.1	12.9	2.6	1.7	1.7%
Télécommunications	1%	7%	2%	3%	13.6	13.1	1.9	1.2	4.6%
Services aux collectivités	25%	8%	2%	3%	14.6	14.1	1.3	0.8	4.2%

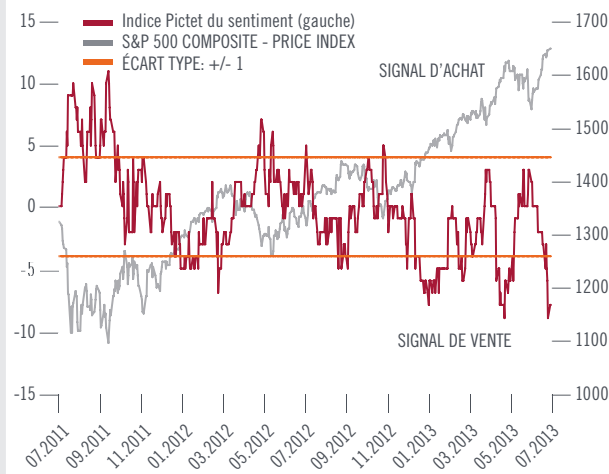
LA LIQUIDITE EST TOUJOURS SOUTENUE PAR LES CONDITIONS MONÉTAIRES

TAILLE DU BILAN DES BANQUES CENTRALES



L'INDICATEUR DU SENTIMENT EMET UN SIGNAL DE VENTE

INDICE PICTET DU CYCLE DU SENTIMENT



émergents devraient afficher une croissance plus dynamique au deuxième semestre qu'au premier. Les statistiques économiques sont dans l'ensemble supérieures aux attentes (voir graphique ci-dessus).

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB devrait progresser, dopée par une accélération des dépenses d'investissement, pour atteindre un rythme annuel de 3% d'ici à la fin de l'année, soit le double du taux de croissance du premier semestre de 2013.

Les enquêtes conjoncturelles s'améliorent et les commandes de biens d'équipement sont en hausse de 8% sur une base annualisée. Par ailleurs, même si le secteur immobilier américain marque le pas, la progression de l'emploi demeure suffisamment vigoureuse pour soutenir la consommation (voir graphique de droite).

L'économie de la zone euro, quant à elle, est à la traîne, mais les indicateurs avancés suggèrent une sortie de récession au cours du deuxième semestre 2013: l'indice des directeurs d'achat de la région a dépassé le seuil des 50 pour la première fois en deux ans, et certains pays de la périphérie tels que l'Espagne se reprennent plus rapidement qu'attendu.

De son côté, le Japon se maintient sur la voie d'une solide croissance. La déflation s'atténue. Nous percevons également des signes timides d'une stabilisation de la

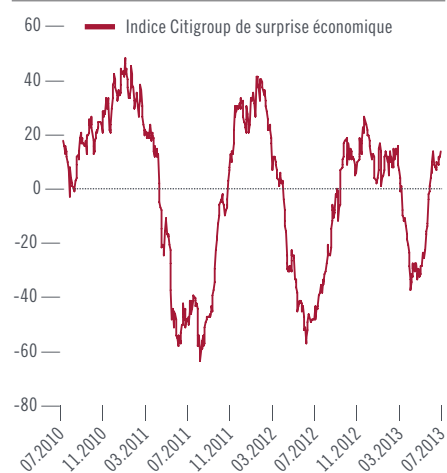
croissance dans les pays émergents – le PIB coréen a marqué au deuxième trimestre sa plus forte augmentation en deux ans, tandis que la Chine affiche sa volonté de maintenir son taux de croissance cible à 7,5% pour 2013, ce qui suppose une réaccélération de l'activité au cours des mois à venir.

Si l'économie mondiale semble plus stable, des risques subsistent: le cours du pétrole augmente, réduisant le pouvoir d'achat des consommateurs et les développements politiques au sein de la zone euro pourraient compromettre le récent rebond de la consommation et de la confiance des entreprises.

Les **liquidités** des banques centrales demeurent des éléments de soutien. Fait significatif, la BCE a mis un terme à la contraction de son bilan.

Selon nous, les banques centrales devraient accroître les liquidités à un rythme mensuel de quelque 125 milliards de dollars au deuxième semestre de 2013, contre 55 milliards de dollars par mois au premier semestre. L'apparente stabilisation de la demande de crédits en Europe et l'assouplissement des conditions de prêts aux ménages, signalé par la BCE, sont également encourageants. Les crédits bancaires continuent cependant de se contracter - à 1,6%, la baisse annuelle des offres de prêt est la plus forte jamais enregistrée -.

INDICATEURS ÉCONOMIQUES AU-DELÀ DES ATTENTES



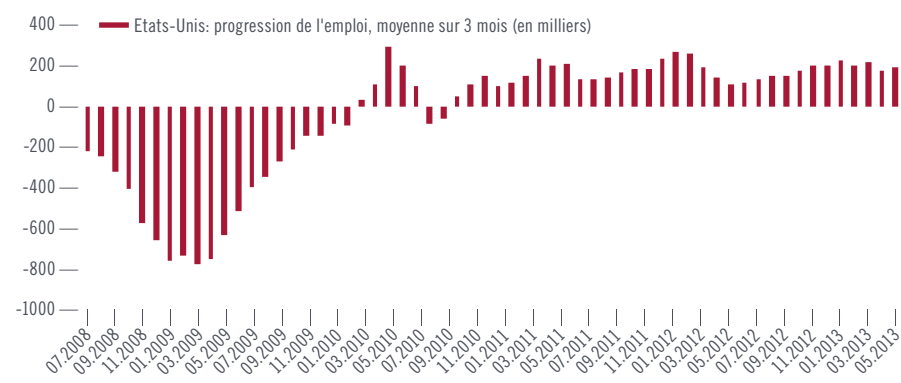
Source: Citigroup

Dans les économies émergentes, les liquidités se détériorent en raison de sorties de capitaux significatives.

Sur le front des **valorisations**, les actions conservent leur attrait par rapport aux obligations. Elles s'échangent toutefois à des niveaux proches de leurs moyennes historiques selon la plupart des multiples de valorisation. Les prévisions de bénéfices pour 2014, trop optimistes à notre avis, constituent également un facteur négatif pour les valorisations. Les attentes tablent sur des profits en hausse de 11% et 14%, respectivement, aux Etats-Unis et dans la zone euro. Les actions émergentes sortent du lot, cette classe d'actifs étant la seule à paraître très bon marché en comparaison historique.

Nos indicateurs du **sentiment** se sont complètement inversés ces dernières semaines et émettent désormais un signal de vente sur les actions. La confiance des investisseurs, telle que mesurée par les enquêtes conjoncturelles, a renoué avec les niveaux positifs observés à la mi-mai, alors que la forte baisse de la volatilité implicite laisse penser que les investisseurs n'anticipent pas d'accès de turbulences au cours des mois à venir.

L'ECONOMIE AMERICAINE SE PORTE BIEN, SOUTENUE PAR UN SOLIDE PROGRESSION DE L'EMPLOI



Source: Bureau of Labor Statistics

Positionnement très positif sur les valeurs cycliques

Nous maintenons la surpondération des Etats-Unis et la sous-pondération de l'Europe au sein de notre portefeuille en actions régionales. Si nous percevons des signes encourageants en Europe, à commencer par la croissance économique, ceux-ci ne sont pas encore suffisamment solides pour compenser le risque de turbulences politiques. Ainsi, les élections générales en Allemagne prévues pour le mois de septembre pourraient constituer un moment critique pour la zone euro.

Les actions européennes ont sous-performé les valeurs américaines d'environ 10% en dollars depuis le début de l'année et devraient rester en retrait. La décote de 15% qu'elles affichent par rapport aux titres US nous semble toujours pleinement justifiée.

Les actions américaines seront soutenues par le raffermissement du dollar, l'accélération de l'économie, la publication de bénéfices solides du côté des entreprises et la bonne forme du secteur privé, qui a réduit son endettement dans des proportions bien plus importantes qu'aucun autre pays développé.

Alors que les fondamentaux du Japon semblent tout aussi attrayants, le rallye exceptionnellement vigoureux du marché – avec une hausse de 25% en dollars depuis le début de l'année, et plus importante encore en monnaie locale – en fait une option onéreuse.

Les marchés émergents continuent de sous-performer et enregistrent une baisse de 6% en dollars depuis janvier. Les valorisations deviennent très intéressantes, en particulier en Asie (la Chine et la Corée s'échangent à moins de 9x les bénéfices attendus), mais les sorties de capitaux se poursuivent et la morosité de la conjoncture, d'une part, et la faible progression des bénéfices des entreprises, d'autre part, nous retiennent d'adopter un positionnement plus optimiste.

Sur le plan sectoriel, l'amélioration des indicateurs avancés mondiaux et l'augmentation des rendements des obligations plaident selon nous en faveur d'une orientation plus cyclique. Comme le montre le gra-

LES CYCLIQUES TENDENT A BIEN SE COMPORTEUR LORSQUE LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES AUGMENTENT



Source: Thomson Reuters Datastream

phique, les valeurs cycliques tendent à bien se comporter dans les périodes de hausse des rendements obligataires. Nous maintenons la surpondération de la santé, peu sensible à l'impact négatif de la hausse des rendements des obligations, et conservons une exposition à la technologie supérieure à celle de l'indice, principalement pour des questions de valorisations.

Nous relevons l'allocation dans les industrielles à une légère surpondération, sachant que le secteur pourrait être le plus grand bénéficiaire d'une reprise des dépenses d'investissement. Nous avons par ailleurs diminué notre sous-exposition aux financières. En outre, anticipant une croissance davantage tirée par l'investissement que par la consommation au deuxième semestre de l'année, nous réduisons notre allocation tant dans la consommation de base (désormais neutre) que dans la consommation discrétionnaire (ramenée à une légère sous-pondération). Les deux secteurs semblent chers selon notre analyse. Les rendements obligataires étant orientés à la hausse, nous réduisons la pondération des

services aux collectivités, de neutre à légèrement sous-pondérée. Alors que l'énergie et les matériaux ont surperformé le mois dernier, ils restent bon marché sur une base historique. Des signes manifestes d'une accélération de la croissance dans les économies émergentes et d'un soutien continu pour les prix des matières premières s'avéreront toutefois nécessaires pour que nous envisagions de renforcer notre exposition à l'un ou l'autre des deux secteurs.

Obligations

Maintien de l'exposition au «high yield»

Nous maintenons notre positionnement positif à l'égard des obligations à haut rendement: le récent mouvement de vente a selon nous entraîné les spreads de rendement vers des niveaux qui ne correspondent pas au solide profil de crédit de la classe d'actifs. Même si les craintes des investisseurs quant à un retrait des mesures de relance de la Réserve fédérale américaine sont compréhensibles, les emprunts high yield continuent d'afficher des rendements attrayants et constituent un moyen de capitaliser sur la croissance économique.

La classe d'actifs n'a pas été épargnée par la récente envolée des rendements, mais les spreads peuvent encore se resserrer. En cas d'accélération de la croissance économique, la Fed renoncera vraisemblablement à une réduction drastique de son programme de soutien et les taux de défaut devraient se maintenir à des niveaux inférieurs à la moyenne.

Selon les prévisions de Moody's, les taux de défaut devraient tomber au-dessous de 3% parmi les émetteurs high yield de la zone euro au cours des douze mois à venir, contre un niveau actuel de 3,4% et une moyenne à long terme aux alentours de 5,5%. La faible duration et le rendement relativement élevé de la classe d'actifs – 5,5% en Europe et 6,5% aux Etats-Unis – comptent parmi les atouts du marché.

Les conditions sont également favorables sur le plan technique. La dynamique de l'offre et de la demande s'est améliorée, la récente volatilité du marché ayant entraîné la forte chute des volumes de nouvelles émissions à haut rendement (voir graphique). - Ceci devrait contribuer

à limiter les écarts de rendement à court terme. Toutes ces raisons nous conduisent à être optimistes sur la classe d'actifs.

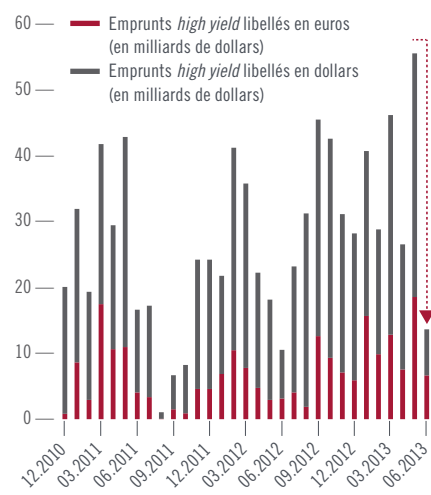
De leur côté, les perspectives des marchés obligataires souverains des pays n'appartenant pas au noyau dur au sein de la zone euro nous inspirent la prudence. A cet égard, les élections à venir en Allemagne constituent un risque majeur. Un score solide du parti anti-euro «Alternative pour l'Allemagne (AfD)» pourrait conduire à un changement d'orientation significatif du pays face aux problèmes d'endettement au sein de la zone euro et entraîner des ventes massives sur les marchés italien, espagnol et portugais. Nous continuons de sous-ponderer les obligations d'Etat italiennes.

Sur les marchés émergents, nous conservons une exposition à la dette en monnaies locales inférieure à celle de l'indice de référence, les devises des économies développées étant susceptibles de rester volatiles à court terme. La faiblesse des monnaies des marchés émergents constitue un dilemme pour les responsables politiques. Alors que les conditions économiques justifient des baisses de taux d'intérêt dans de nombreux cas, l'adoption de politiques monétaires plus souples pourrait accroître les pressions à la baisse sur les devises. Des relèvements de taux visant à endiguer l'appréciation des monnaies peseraient pour leur part sur la croissance.

Olivier Ginguené, responsable de l'unité
Stratégie, Pictet Asset Management

Luca Paolini, stratège en chef,
Pictet Asset Management

FACTEURS TECHNIQUES DU MARCHE POSITIFS POUR LE SEGMENT «HIGH YIELD» SUR FOND DE CHUTE DES NOUVELLES EMISSIONS



Source: Dealogic

L'UNITE STRATEGIE DE PICTET ASSET MANAGEMENT

L'unité Stratégie de Pictet Asset Management (PSU) est l'unité chargée de fournir un cadre d'allocation d'actifs couvrant les actions, les obligations, les devises et les matières premières.

Chaque mois, elle établit une politique globale basée sur l'analyse des éléments suivants:

- **cycle conjoncturel:** indicateurs avancés développés à l'interne, inflation
- **liquidité:** politique monétaire, variables crédit/liquidités
- **valorisations:** prime de risque des actions, écart de rendement, multiples vs moyenne historique
- **sentiment:** indice de sentiment Pictet (enquêtes auprès des investisseurs, indicateurs tactiques)

Ce document est uniquement destiné à la distribution aux investisseurs professionnels. Il n'est toutefois pas destiné à être distribué à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou auraient leur résidence dans un lieu, Etat, pays ou juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication ou son utilisation seraient contraires aux lois ou aux règlements en vigueur. Les sources utilisées pour préparer le présent document sont réputées fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Toute opinion, estimation ou prévision est susceptible d'être modifiée à tout moment et sans préavis. Avant d'investir dans un fonds géré par Pictet, les investisseurs doivent prendre connaissance de son prospectus ou de son memorandum d'offre. Le présent document a été publié en Suisse par Pictet Asset Management SA et/ou Pictet & Cie, et dans le reste du monde par Pictet Asset Management Limited. Il n'est pas autorisé à la reproduction ou à la distribution, en partie ou totalement, sans leur autorisation préalable. Au Royaume-Uni, les fonds à compartiments multiples Pictet et Pictet Total Return sont des véhicules de placement collectif domiciliés au Luxembourg et reconnus selon la Section 264 du Financial Services and Markets Act 2000. Les fonds suisses Pictet sont uniquement enregistrés pour distribution en Suisse en vertu de la loi sur les fonds de placement et sont considérés au Royaume-Uni comme des véhicules de placement collectif non réglementés. Le groupe Pictet gère des hedge funds, des fonds de hedge funds et des fonds de private equity qui ne sont pas autorisés à la distribution publique au sein de l'Union européenne. Ces fonds sont considérés au Royaume-Uni comme des placements collectifs non réglementés. Pour les investisseurs australiens, Pictet Asset Management Limited (ARBN 121 228 957) est exemptée de l'obligation d'être titulaire de la licence australienne de prestataire de services financiers prévue par le Corporations Act 2001. Pictet Asset Management Inc. (PAM Inc) est chargée des activités liées à la promotion en Amérique du Nord des services de gestion de portefeuille de Pictet Asset Management Limited (PAM Ltd) et de Pictet Asset Management SA. (PAM SA). PAM Inc, PAM Ltd et PAM SA sont des entités affiliées détenues par huit personnes, qui forment également les associés de Pictet & Cie. Genève, Suisse, siège principal du groupe Pictet. Au Canada, PAM Inc est constituée d'un conseiller en investissement réglementé autorisé à mener des activités de marketing pour le compte de PAM Ltd et PAM SA Aux Etats-Unis, les activités de PAM Inc sont menées en respect total des règles de la SEC applicables aux activités de marketing des entités affiliées, tel que prescrit par l'Adviser Act de 1940, réf. 17CFR275.206(4)-3.