

	SOUS-PONDÉRÉ —	NEUTRE ○	SURPONDÉRÉ +	VARIATION MENSUELLE Variation maximale ◀◀◀ ▶▶▶
CLASSES D'ACTIFS Nous restons neutres à l'égard des actions et relevons l'allocation en obligations d'Etat à neutre également, sur fond d'intensification des risques géopolitiques; nous relevons l'allocation en pétrole à surpondérée.			Actions Obligations Liquidités Or	◀ ▶
			Pétrole	▶▶
			USD	
ACTIONS: PAR RÉGION ET PAR STYLE Nous maintenons la surpondération des actions américaines et relevons la pondération des actions européennes à neutre; nous réduisons l'exposition à la région Pacifique hors Japon à sous-pondérée.			Japon	
			Etats-Unis	
			Europe	▶
			Pacifique	◀
			Economies émergentes	
			Capitalisations petites et moyennes	
			Valeur	
ACTIONS: PAR SECTEUR Nous réduisons encore notre exposition aux télécommunications; nous revenons en outre à un positionnement neutre dans les services aux collectivités pour des raisons de valorisation, et préférons les secteurs liés à l'investissement aux secteurs liés à la consommation.			Energie	
			Matières premières	
			Industrie	
			Consommation discrétionnaire	
			Biens de conso. courante	
			Santé	
			Finance	
			Informatique	
			Télécommunications	◀
			Services aux collectivités	▶
TAUX FIXES Nous réduisons la sous-pondération des obligations d'Etat pour adopter un positionnement neutre; par ailleurs, nous ramenons l'allocation en emprunts investment grade à neutre, pour des raisons de valorisation.			EUR dette souveraine	
			EUR dette indexée sur l'inflation	
			EUR Investment Grade	◀
			EUR High Yield	
			Dette émergente monnaie forte (USD)	
			Dette émergente monnaies locales	

Retrait imminent du QE3?

Pictet Asset Management **Unité Stratégie**

Perspectives mensuelles à trois mois pour l'investisseur en euros

Barometer

Septembre 2013

Perspectives mensuelles

Pictet Asset Management
Unité Stratégie

Publié le 2 septembre 2013

Vue d'ensemble des marchés

Les investisseurs face à l'intensification des tensions géopolitiques et à des marchés émergents en difficulté

Les actifs risqués se sont repliés en août, s'inscrivant en retrait par rapport aux obligations des marchés développés. La probabilité croissante de frappes militaires emmenées par les Etats-Unis en Syrie et la détérioration des perspectives de certaines des économies émergentes les plus dépendantes des exportations ont en effet refroidi les investisseurs.

Les meilleures performances sont venues des matières premières, le pétrole et l'or enregistrant de solides rebonds, sur fond d'escalade des tensions entre Damas et Washington.

Alors qu'elles avaient déjà accusé de lourdes pertes après l'annonce d'un possible retrait des mesures de relance monétaire de la Réserve fédérale, les actions, obligations et monnaies des marchés émergents ont été particulièrement touchées par ce mouvement baissier.

Selon les données publiées par Bloomberg, les investisseurs ont retiré plus de 2 milliards de dollars d'Inde, des Philippines, d'Indonésie et de Thaïlande en août, creusant encore l'écart de valorisation entre les actions des économies émergentes et celles des marchés développés. Sur la base du ratio cours/valeur comptable, la décote affichée par les actions émergentes par rapport à celles des économies développées a atteint quelque 20%, soit un écart supérieur aux niveaux observés au plus fort de la crise du crédit de 2008.

La déroute des marchés émergents n'a pas uniquement affecté les actions. Les monnaies ont également été durement touchées, en particulier celles des pays dont la balance courante affichait les plus grands déficits. La roupie indienne, la roupie indonésienne, la lire turque et

le rand sud-africain ont ainsi perdu au moins 5% par rapport au dollar américain. La baisse des devises émergentes a conduit à des interventions sur le marché des changes et à l'instauration de contrôles des capitaux dans un certain nombre de pays en développement. Tirant son épingle du jeu, le rouble russe a pour sa part bénéficié de sa sensibilité aux cours du pétrole.

Le repli des devises émergentes s'est répercuté sur la dette en monnaie locale, la classe d'actifs ayant terminé le mois en baisse de quelque 4% en dollars américains.

Sur les marchés actions développés, les actions européennes ont surperformé les valeurs des autres grands marchés, les statistiques économiques dessinant le tableau d'une région en mode «reprise».

Le rallye des matières premières a dynamisé les valeurs du secteur, lequel s'est révélé le plus performant en août, tandis que les secteurs défensifs comme les télécommunications, la consommation de base et les services aux collectivités restaient en retrait.

Sur les marchés obligataires des économies développées, les rendements des emprunts d'Etat ont terminé le mois en hausse, s'alignant sur le marché des bons du Trésor américain, paré pour une réorientation imminente de la politique monétaire de la Fed. Le mouvement de ventes a donné lieu à un modeste rallye en fin de mois, sur fond d'inquiétudes croissantes sur le plan géopolitique. Dans ce contexte de turbulences sur les marchés, les obligations européennes à haut rendement ont globalement échappé aux pressions à la vente.

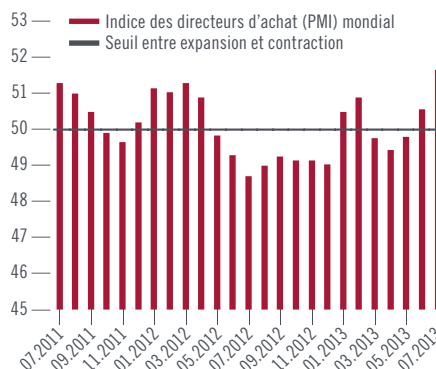
Allocation d'actifs

Maintien d'une allocation neutre en actions, relèvement des obligations à un positionnement neutre et surpondération des valeurs pétrolières

Depuis que la Fed a annoncé son intention de réduire ses rachats d'actifs, en mai dernier, les actions des marchés développés se sont maintenues au sein d'une bande de fluctuation, tandis que les actifs des marchés émergents accusaient un fort repli. Même si l'amélioration des statistiques économiques à l'échelle mondiale (voir graphique) suggère une hausse possible des marchés actions à court terme, la perspective d'une réduction des injections de liquidités aux Etats-Unis dès le 18 septembre (date de la prochaine séance de la Fed) devrait continuer de peser sur les classes d'actifs les plus risquées. Les investisseurs sont en outre confrontés à des risques additionnels, avec de possibles frappes militaires emmenées par les Etats-Unis en Syrie et les élections législatives en Allemagne courant septembre.

Dans ce contexte, il nous semble approprié de conserver un positionnement neutre en actions. Nous préférons attendre une opportunité d'achat ultérieure, qui pourrait se présenter une fois la réduction de l'assouplissement quantitatif de la Fed entamé. Par ailleurs, nous n'envisagerions pas de renforcer notre exposition aux actions sans un redressement préalable des économies émergentes. Nous relevons l'allocation en obligations d'Etat de sous-pondérée à neutre; un mouvement financé par la diminution de notre position en liquidités. Nous avons augmenté notre expo-

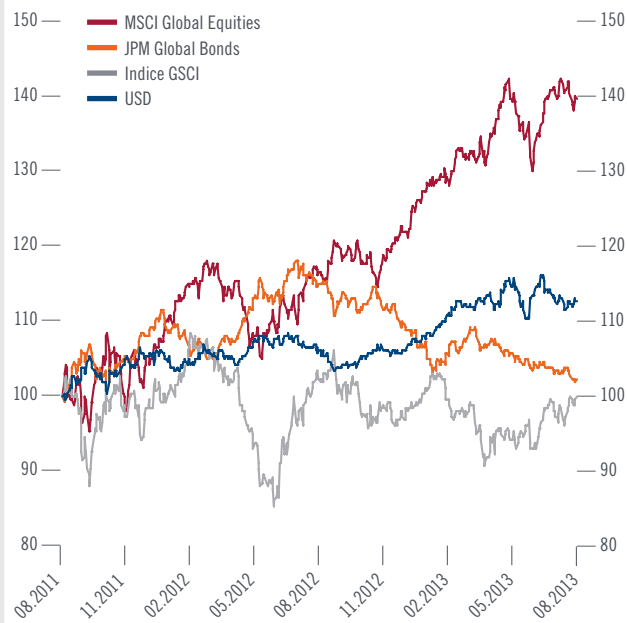
AMELIORATION DE L'ACTIVITE ECONOMIQUE MONDIALE



Source: Thomson Reuters Datastream

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 D...FENSIVES



PERFORMANCE: MONNAIES P. RAP. AU DOLLAR

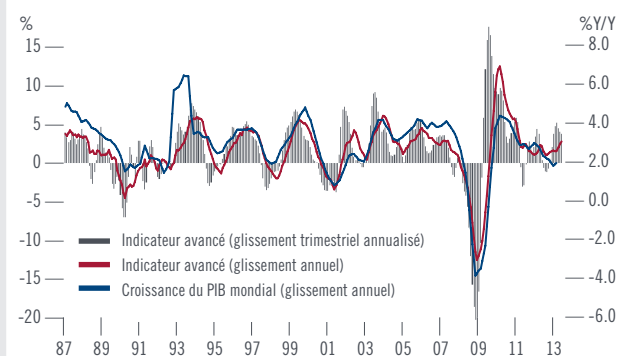


INDICATEURS DE POSITIONNEMENT EN TERMES DE RISQUE

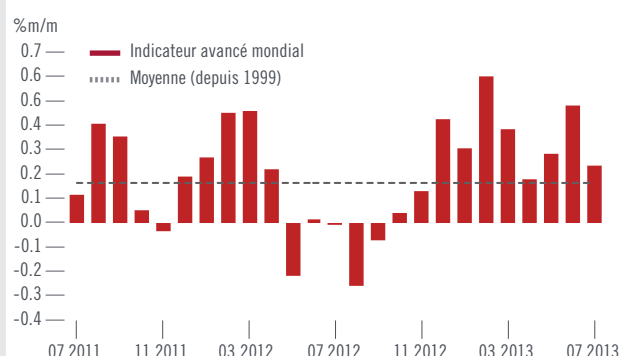
VARIATION MENSUELLE Variation maximale ◀◀◀ ▶▶▶		AVERSION AU RISQUE —	POSITIONNEMENT NEUTRE ○	PROPENSION AU RISQUE +
				Cycle conjoncturel
				Liquidité
				Valorisations
	▶▶			Sentiment
				Stratégie de PAM

CYCLE CONJONCTUREL: L'AMELIORATION DE L'ACTIVITE ECONOMIQUE MONDIALE SE POURSUIT

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

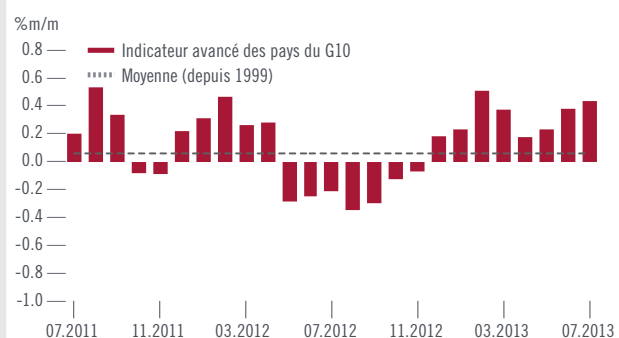


INDICATEUR AVANCE DE L'ACTIVITE MONDIALE EN CROISSANCE SEQUENTIELLE (M/M)

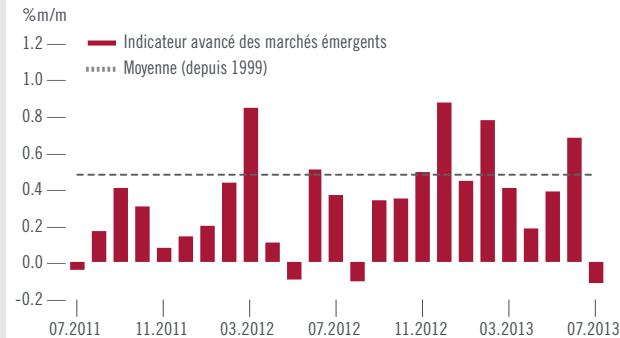


LEGERE ACCELERATION DE LA DYNAMIQUE ECONOMIQUE DANS LES PAYS DU G10 ET LES ECONOMIES EMERGENTES

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

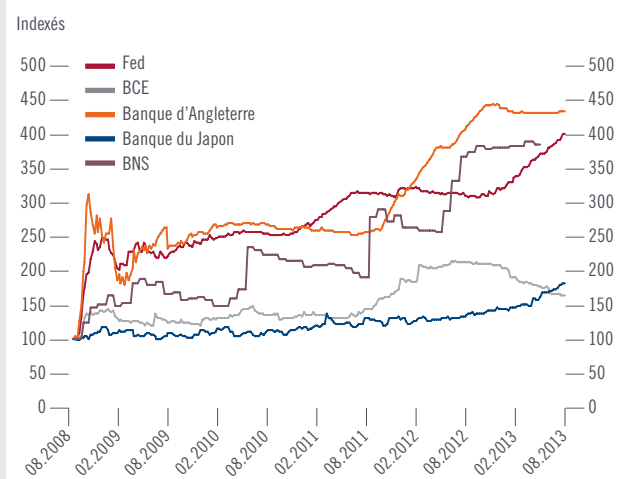
PAYS ET SECTEURS

REGIONS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/ BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE 2013E	COURS/ VENTES 2013E	RENDEMENT DU DIVIDENDE 2013E
	2013	2014	2013	2014	2013	12M			
Etats-Unis	6%	11%	2%	4%	15.1	14.0	2.3	1.5	2.1%
Europe	0%	12%	0%	3%	13.6	12.6	1.6	1.0	3.6%
UEM	-2%	15%	0%	3%	14.1	12.8	1.4	0.8	3.4%
Suisse	8%	10%	4%	5%	15.7	14.7	2.4	2.1	3.1%
Royaume-Uni	0%	10%	1%	3%	12.5	11.7	1.8	1.0	3.9%
Japon	65%	10%	7%	3%	12.7	13.4	1.2	0.6	2.0%
Marchés émergents	9%	12%	6%	7%	10.4	9.7	1.4	0.7	3.0%
Asie hors Japon	13%	13%	7%	8%	11.3	10.4	1.4	0.6	2.8%
Monde	8%	11%	3%	5%	14.0	13.0	1.8	1.1	2.7%

SECTEURS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/ BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE 2013E	COURS/ VENTES 2013E	RENDEMENT DIVIDENDE 2013E
	2013	2014	2013	2014	2013	12M			
Energie	-2%	9%	-1%	3%	11.2	10.6	1.3	0.7	3.2%
Matériaux	-3%	17%	3%	5%	14.7	13.1	1.6	0.9	2.7%
Industrielles	9%	14%	5%	5%	15.3	14.0	2.2	0.8	2.4%
Conso. discrétionnaire	18%	12%	7%	6%	15.6	14.5	2.5	1.0	1.8%
Consommation de base	7%	10%	5%	5%	17.7	16.4	3.3	1.1	2.9%
Santé	0%	9%	4%	5%	16.3	15.4	3.2	1.8	2.2%
Financières	14%	9%	2%	5%	12.0	11.3	1.1	1.6	3.1%
Techn. de l'information	10%	12%	5%	6%	14.3	13.1	2.7	1.7	1.7%
Télécommunications	-1%	8%	4%	3%	13.4	12.8	1.9	1.2	4.7%
Services aux collectivités	25%	7%	2%	3%	14.0	13.4	1.3	0.8	4.4%

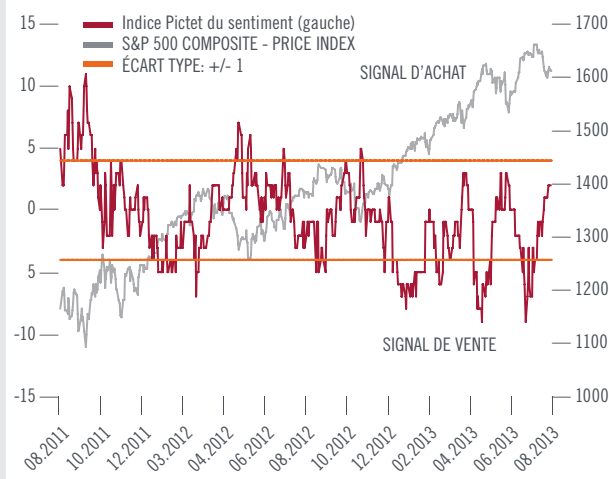
LIQUIDITE: CERTAINES BANQUES CENTRALES FREINENT LEURS EFFORTS DE RELANCE

TAILLE DU BILAN DES BANQUES CENTRALES



INDICATEUR DU SENTIMENT EN TERRITOIRE NEUTRE

INDICE PICTET DU CYCLE DU SENTIMENT



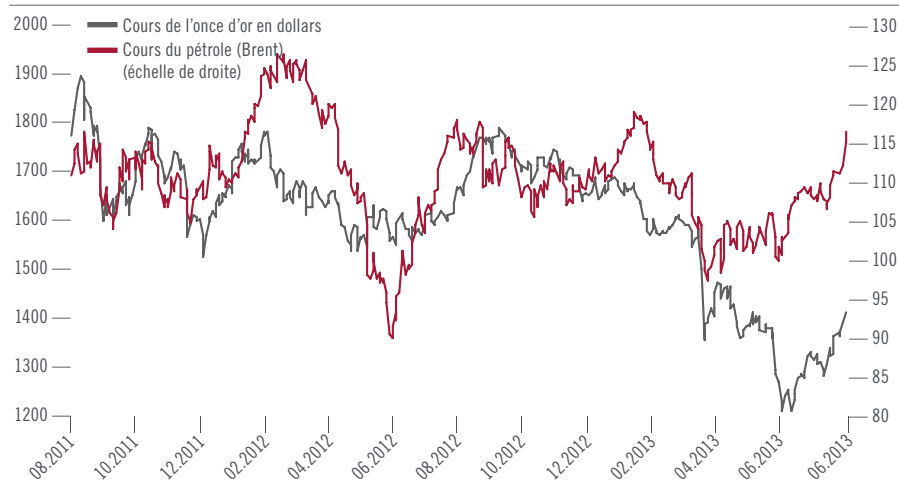
sition au pétrole à surpondérée, sachant que l'accélération de la croissance économique, les perturbations au niveau de la chaîne d'approvisionnement au Nigéria, en Libye et en Iraq et le regain de tensions au Moyen-Orient devraient pousser les cours à la hausse. Nous continuons en outre de privilégier le dollar US, dès lors que l'économie américaine continue de surclasser ses pairs et que la Fed s'apprête à normaliser sa politique monétaire.

Nos indicateurs du **cycle conjoncturel** témoignent d'une accélération de la croissance dans les marchés développés: l'économie américaine est bien partie pour atteindre notre prévision de croissance d'environ 3% au deuxième semestre 2013, tandis que la zone euro semble sortir de la récession. Le Japon également évolue dans la bonne direction. Nos indicateurs avancés montrent toutefois un écart grandissant entre un monde développé en phase de redressement et un monde émergent en repli, alors que nos jauges de l'activité économique se sont inscrites en territoire négatif pour la première fois en un an (l'Asie affiche des chiffres particulièrement mauvais, en dépit de signaux positifs en provenance de la Chine).

A l'évidence, la baisse des actifs émergents affecte la confiance quant aux perspectives des marchés en développement, et la forte dépréciation des monnaies émergentes ne devrait pas avoir un impact positif sur la croissance des exportations dans l'immédiat. Le fléchissement des monnaies pourrait même constituer un facteur négatif dans un avenir prévisible, dans la mesure où il pourrait alimenter l'inflation dans l'ensemble du monde émergent. Les taux d'inflation se situent d'ores et déjà dans le haut des fourchettes prévues par les banques centrales turque, brésilienne et indienne, incitant les autorités concernées à procéder à des relèvements de taux d'intérêt, à des interventions sur le marché des changes et à l'instauration de contrôles des capitaux.

La croissance mondiale est menacée par la hausse des rendements obligataires – le marché immobilier américain marque déjà un ralentissement sensible – et par l'augmentation des cours du pétrole, qui réduit le pouvoir d'achat des consommateurs. Selon nous, la prochaine phase de la reprise sera tirée par les

LES COURS DE L'OR ET DU PETROLE S'INSCRIVENT EN HAUSSE SUR FOND D'INTENSIFICATION DES RISQUES GEOPOLITIQUES



Source: Thomson Reuters Datastream

investissements, comme en témoignent les solides dépenses d'investissement enregistrées en Allemagne et au Royaume-Uni et le rebond des dépenses des entreprises aux Etats-Unis.

Les conditions de **liquidités** sont neutres. Alors qu'il est difficile d'envisager une normalisation rapide de la politique monétaire ou un retrait expéditif des liquidités excédentaires, toute action de la Fed visant à réduire son assouplissement quantitatif dès septembre aura inévitablement pour conséquence de freiner la croissance de la masse monétaire américaine. En Europe, où les banques ne sont encore qu'au début de leur cycle de désendettement, les conditions de crédit restent tendues, tandis que la Banque du Japon ralentissait récemment le rythme de ses rachats d'obligations (qui devraient toutefois réaccélérer prochainement selon nous). Sur les marchés émergents, l'intensification de la crise contraint les banques centrales à réduire leurs volumes de liquidités pour contenir la dépréciation de leurs monnaies respectives; le Brésil et l'Indonésie ont tous deux continué de relever leurs taux d'intérêt.

Sur le front des **valorisations**, les actions restent attrayantes par rapport aux obligations, une baisse des cours ayant contrebalancé la hausse des rendements obligataires et la révision à la baisse des prévisions de résultats

des entreprises. En termes absolus, toutefois, les actions s'échangent à des niveaux globalement en ligne avec les moyennes à long terme, à environ 13x les bénéfices estimés. Dans l'ensemble, les prévisions bénéficiaires pour 2014 restent assez optimistes tant pour les Etats-Unis (+11%) que pour la zone euro (+12%), mais les attentes en termes de chiffres d'affaires sont réalistes, aux alentours de 3-4%. Les actions émergentes semblent avantageuses par rapport aux actions des marchés développés, puisqu'elles s'échangent à un ratio cours/bénéfices de 9,7x. En même temps, les prévisions bénéficiaires du consensus pour les entreprises des économies émergentes ont atteint un plus bas historique par rapport aux entreprises du monde développé.

Nos indicateurs du **sentiment** ont été volatils ces dernières semaines mais signalent maintenant une orientation baissière des investisseurs. La confiance des investisseurs, telle que mesurée par les enquêtes conjoncturelles, se situe à un plus bas sur quatre mois, tandis que la volatilité implicite – soit le coût de la couverture contre une baisse des marchés – a augmenté. Cela étant, nos indicateurs montrent également que les gérants de fonds restent haussiers et que les entrées de capitaux dans les fonds en actions se poursuivent, d'où un indicateur de sentiment «neutre».

Actions: allocation régionale et sectorielle

Allocation relevée à neutre en Europe et réduite dans la région Pacifique hors Japon. Maintien d'une orientation légèrement cyclique.

Nous relevons l'allocation en Europe de sous-pondérée à neutre au sein de notre portefeuille régional. Les actions européennes ont surperformé récemment et l'accélération de la dynamique économique dans la région nous semble trop importante pour être ignorée. Les développements dans les pays de la périphérie sont particulièrement encourageants, avec une amélioration de la croissance, de la compétitivité et de la situation budgétaire.

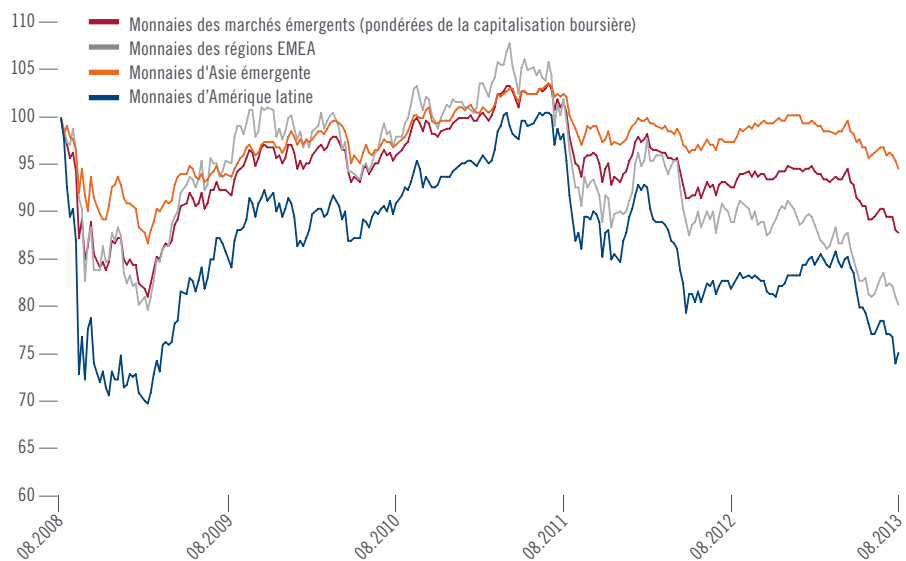
Nous maintenons la surpondération des actions américaines, dès lors que l'économie se redresse et que les perspectives de bénéfices des entreprises US restent plutôt bonnes. Nous conservons en outre une allocation neutre en actions japonaises. La croissance est soutenue et les mesures de reflation sont toujours en place, mais la dynamique économique ralentit à l'heure où les cours du pétrole augmentent et où la dépréciation des monnaies asiatiques pourrait peser sur les perspectives bénéficiaires des entreprises nippones.

Bien que les marchés émergents continuent de sous-performer et semblent avantageux, nous pensons qu'il est encore trop tôt pour accroître notre exposition. Nous n'envisagerions d'augmenter notre allocation que si la forte dépréciation des monnaies observée ces derniers mois (voir graphique) prenait fin et si des signes patents d'une accélération de la croissance en Chine se manifestaient. Le repli sensible des indicateurs avancés des marchés émergents nous a en revanche conduits à réduire notre exposition à la région Pacifique hors Japon. Non seulement la région est vulnérable à un ralentissement des économies émergentes, mais les actions sont chères; les actions australiennes, par exemple, s'échangent au même multiple que les valeurs américaines. Le rendement historiquement élevé du dividende en Australie (4,7%) constituera vraisemblablement un facteur négatif quand la Fed entamera le retrait de ses mesures de relance monétaire.

Qui plus est, le dollar australien paraît cher selon notre analyse, même si la monnaie a perdu quelque 15% par rapport au dollar US depuis avril.

En termes sectoriels, nous maintenons notre orientation légèrement cyclique

LES MONNAIES EMERGENTES AFFAIBLIES PAR DE FORTES PRESSIONS A LA VENTE



Source: Bloomberg

par le biais d'une position longue dans la technologie et les industrielles. La technologie est le secteur le plus avantageux selon notre analyse et les sociétés technologiques profiteront d'un nouveau cycle de remplacement au cours des mois à venir. Les valeurs industrielles, pour leur part, ne sont pas bon marché, mais c'est elles qui bénéficieront le plus de la reprise des dépenses d'investissement. Pour l'heure, nous restons surpondérés dans la santé, mais reconnaissons toutefois que les négociations sur le budget aux Etats-Unis constituent un risque pour un secteur qui s'est bien comporté depuis le début de l'année 2013.

Nous relevons notre allocation dans les services aux collectivités à neutre: le secteur semble survendu et profitera de la stabilisation attendue des rendements obligataires. Les télécommunications (auxquelles nous avons encore réduit notre exposition), les financières et la consommation discrétionnaire demeurent sous-pondérées.

Les valeurs de la consommation discrétionnaire paraissent vulnérables dans un contexte de hausse des cours du pétrole. Elles sont aussi plus chères selon notre analyse.

Obligations

Atténuer les risques géopolitiques et les risques liés aux marchés émergents

Depuis quelques semaines, les investisseurs obligataires sont confrontés à un environnement beaucoup plus complexe. Comme si essayer de déterminer le calendrier et l'ampleur du retrait des mesures de relance de la Fed n'était pas suffisamment difficile, les participants au marché doivent désormais composer également avec la perspective bien réelle d'un conflit militaire au Moyen-Orient. Pour compliquer encore les choses, les sorties de capitaux – autrefois régulières et contenues – des portefeuilles d'investissement des marchés émergents menacent de se transformer en une perte de confiance plus généralisée des investisseurs, susceptible de déstabiliser plusieurs grandes économies en développement.

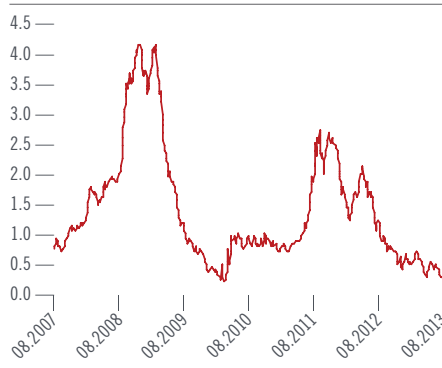
Dans ce contexte, nous avons adopté un positionnement plus prudent. Nous avons ainsi relevé à neutre l'allocation en obligations d'Etat et réduit notre exposition aux emprunts investment grade – marché où les écarts de rendement sont à leur plus bas sur trois ans (voir graphique). La sous-pondération des monnaies émergentes a par ailleurs été maintenue.

Notre changement de positionnement à l'égard des obligations d'Etat reflète notre perception d'une intensification manifeste des risques géopolitiques – un développement qui devrait soutenir la demande d'actifs défensifs tels que les bons du Trésor américain et les Bunds allemands. Dans un tel scénario, les crédits tels que les obligations d'entreprise investment grade pourraient souffrir, du moins à court terme.

Nous maintenons la sous-pondération de la dette émergente en monnaies locales, essentiellement en anticipation de nouvelles pressions à la baisse sur les monnaies des économies en développement. Nous restons sous-pondérés dans un certain nombre de devises, parmi lesquelles le won sud-coréen, le baht thaïlandais, le peso chilien et le forint hongrois. La roupie indienne reste sous-pondérée, malgré le fort repli enregistré par la monnaie ces dernières semaines. Nous pensons en effet que la banque centrale indienne aura du mal à retrouver de la crédibilité aux yeux des investisseurs internationaux.

Sur le front des devises des marchés développés, nous continuons de sous-pondérer le yen japonais et l'euro.

LES EMPRUNTS INVESTMENT GRADE PERDENT DE LEUR ATTRAIT EN RAISON DE FAIBLES PRIMES DE RISQUE



Source: Bloomberg

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 mémorandum 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.