



Analyses & Evolutions

# Développement durable – ISR – Stratégies thématiques

Janvier 2011

**Allianz** 

Global Investors



## Sommaire

Développement durable – ISR – Stratégies thématiques	3
A ) Investissements basés sur des stratégies thématiques : les fonds investis dans les technologies propres	4
B ) Investir dans une optique de développement durable	5
« Développement durable » et « performances boursières » sont -ils incompatibles ?	6
C) Stratégies axées sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et le développement durable	7
ESG	8
Récapitulatif	10

# Développement durable – ISR – Stratégies thématiques

Alors qu’il semblerait que la reprise soit là après la crise financière mondiale que nous avons connue, les intervenants se demandent quelles sont les meilleures positions à prendre compte tenu de la nouvelle physionomie des marchés. Trois philosophies attirent désormais de plus en plus l’attention des investisseurs en quête d’une réponse adaptée aux nouveaux défis d’aujourd’hui.

Le fait que des investisseurs traditionnels s’efforcent de tenir compte de facteurs extra-financiers comme le changement climatique, ou l’impact des désastres écologiques en termes financiers ou de réputation, montre que nous sommes arrivés à un tournant dans l’évolution de la finance mondiale. Dans le présent document, nous nous intéressons à trois philosophies d’investissement qui, ces dernières années, ont attiré de plus en plus l’attention des investisseurs.

Il s’agit d’approches apparentées et cependant très distinctes. Ce sont les suivantes :

- L’investissement thématique : les technologies propres
- L’investissement dans le développement durable
- L’investissement socialement responsable (ISR)

Nous allons maintenant les examiner de plus près.

## Summa Oeconomica:

- Les stratégies thématiques, de développement durable ou socialement responsables correspondent à trois philosophies d’investissement indépendantes.
- Même si ces trois approches d’investissement ont des points communs en termes de contenu, elles ont chacune leurs particularités et sont distinctes l’une de l’autre.
- Le fait d’investir d’une manière qui tient compte à la fois de facteurs financiers et de facteurs environnementaux et sociaux ne signifie pas que les performances obtenues seront nécessairement inférieures à la moyenne.
- Au contraire, une gestion environnementale et sociale de qualité peut avoir un impact positif sur le rendement moyen des actions d’une société donnée.



« La menace que représente le changement climatique est inextricablement liée au scénario de la croissance mondiale sur les 25 prochaines années, car il est à craindre que ce changement ne s'accélère, entraînant ainsi des conséquences à court terme sur la croissance plus grandes que prévues ».

Banque mondiale.<sup>1</sup>

### A ) Investissements basés sur des stratégies thématiques : fonds investis dans les technologies propres

Les Nations Unies estiment que d'ici à 2050, la population mondiale passera de 6,6 milliards d'habitants à 9 milliards d'habitants, soit une progression de 36 %, alors que d'ici à 2030 la demande d'énergie devrait continuer à croître d'au moins 50 %<sup>2</sup>, principalement du fait des pays identifiés par l'acronyme BRIC\*<sup>3</sup>. Qui dit population mondiale en augmentation et croissance économique soutenue dit augmentation de la demande d'énergie, d'eau et de matières premières, principalement de la part des pays émergents. À titre d'exemple, la population urbaine de la Chine devrait atteindre un milliard d'habitants d'ici à 2030<sup>4</sup>. Alors que les ressources naturelles se font de plus en plus rares et que le coût de leur extraction augmente, les gouvernements essaient d'assurer la satisfaction de leurs besoins en énergie en passant des combustibles fossiles à des sources d'énergie renouvelables alternatives, tandis que les changements

climatiques rappellent à tous que l'environnement a désormais un prix.

Les tenants de ce « courant en faveur des technologies propres » qui préserve à la fois l'environnement et la croissance de l'activité, investissent dans des entreprises qui bénéficient directement de l'engouement croissant pour des thèmes répandus comme l'« environnement » et la « protection de l'environnement ». Il peut s'agir par exemple sociétés qui produisent différentes formes d'énergies alternatives ou qui fabriquent des matériaux adaptés, ou des sociétés spécialisées notamment dans le recyclage des déchets, la fourniture d'eau propre ou la réalisation de systèmes de purification de l'eau.

Les investisseurs s'attendent à ce qu'en moyenne les fonds investis dans les technologies propres génèrent un rendement plus élevé que les fonds d'actions plus traditionnels, l'accent étant mis sur le retour sur investissement. Au delà de cette focalisation sur les rendements, ces fonds devraient également constituer un choix d'investissement

Critère : Est-ce qu'un investissement dans les technologies propres génère vraiment un rendement plus élevé qu'un fonds d'actions plus traditionnel ?

<sup>1</sup> « Global Economic Prospects – Managing the Next Wave of Globalization », 2007. <sup>2</sup> British Petroleum (BP), Agence Internationale de l'Énergie (AIE), World Energy Outlook. <sup>3</sup> BRIC : Brésil, Russie, Inde, Chine. <sup>4</sup> McKinsey Global Institute China All City Model ; McKinsey Global Institute Analysts.

évident pour les investisseurs qui souhaitent apporter leur contribution à la protection de l'environnement.

## B ) Investir dans une optique de développement durable

Le développement durable en tant que concept économique a été mis en avant en 1983 lorsque les Nations Unies ont mis en place une commission mondiale sur l'environnement et le développement, également connue sous le nom de commission Brundtland. Elle avait pour mission d'identifier les perspectives à long terme d'une politique de développement qui serait également durable. Le rapport final de cette commission, intitulé « Our Common Future » et publié en 1987, définit le concept de développement durable sur la base du principe directeur suivant :

« Le développement durable est un développement qui répond aux besoins des générations actuelles sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs »<sup>5</sup>.

Le concept de développement durable existe déjà depuis pas mal de temps et on peut en trouver une illustration dans la gestion durable des forêts. Afin d'assurer la pérennité d'une ressource en bois, la quantité de bois extraite d'une forêt doit être compensée par la capacité qu'à cette forêt de régénérer des arbres.

Une autre étape de la pensée axée sur le développement durable a été franchie en 1992. Le thème du « développement durable » a reçu un coup de pouce considérable lors de la Conférence des Nations Unies sur l'Environnement et le Développement qui se tenait cette année-là à Rio de Janeiro, au Brésil, et dont le thème directeur était le réchauffement climatique mondial et l'effet de serre. Le Sommet mondial pour le développement durable (« Rio Plus 10 ») qui a eu lieu en septembre 2010, a fixé l'agenda du développement durable au niveau mondial pour les dix prochaines années.

Le concept du développement durable part du principe admis que le niveau actuel de consommation des ressources naturelles ne peut pas être maintenu sur le long terme, mais également que la croissance économique joue un rôle clé dans l'amélioration de la gestion de l'environnement. Cette préoccupation doit s'appliquer à tous les acteurs de la société. En premier lieu, les Etats et les politiques publiques mises en place ; également, les ONG, c'est-à-dire les organisations non gouvernementales ; les activités économiques sans lesquelles aucune création de richesse n'est possible ; enfin, les citoyens eux-mêmes, et en particulier les investisseurs ou leurs représentants.

Le changement de valeurs observé aussi bien chez les personnes qu'au sein des entreprises montre que désormais la société comprend ce concept. Les entreprises semblent avoir su discerner les « signes des temps » pour tirer un profit économique de cette évolution des valeurs. Elles réagissent à un certain nombre d'éléments moteurs qui ont un impact sur leur activité et le droit qu'elles ont de l'exercer. Par exemple, le changement climatique entraîne dans son sillage des réglementations et des changements au niveau de la demande d'énergie. Les entreprises peuvent saisir ces opportunités en investissant dans les énergies renouvelables ou en améliorant leur efficacité énergétique, faute de quoi elles risquent d'être pénalisées en devant payer des droits d'émission de CO2 et des prix de l'énergie plus élevés. L'évolution de la démographie au niveau mondial, liée à une modification de la structure des populations, à des problèmes de santé, à l'urbanisation et aux changements de modes de vie et de façons de travailler, peut générer des opportunités sous la forme de produits adaptés au style de vie de populations vieillissantes et d'investissements dans les infrastructures, mais également des risques au niveau des prestations de retraite, ou une concurrence au niveau de la recherche des talents qui peuvent influencer négativement sur la compétitivité d'une entreprise.

« Le développement durable est un développement qui répond aux besoins des générations actuelles sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs ». (Rapport Brundtland, 1987)

<sup>5</sup>Rapport Brundtland, 1987

Le principe directeur du développement durable influence de manière significative le monde de l'investissement. Les investissements effectués conformément à une approche axée sur le développement durable partent de l'hypothèse qu'une entreprise respectant les principes du développement durable générera des rendements plus durables, comparés à ceux obtenus via des investissements classiques. Le concept de développement durable insiste notamment sur la capacité à fonctionner de manière profitable à long terme tout en étant prévoyant, d'où la nécessité de dépasser la simple perspective du rapport d'activité trimestriel. C'est peut-être là l'une des raisons les plus significatives du succès rencontré par les investissements axés sur le développement durable, notamment pendant la crise financière.

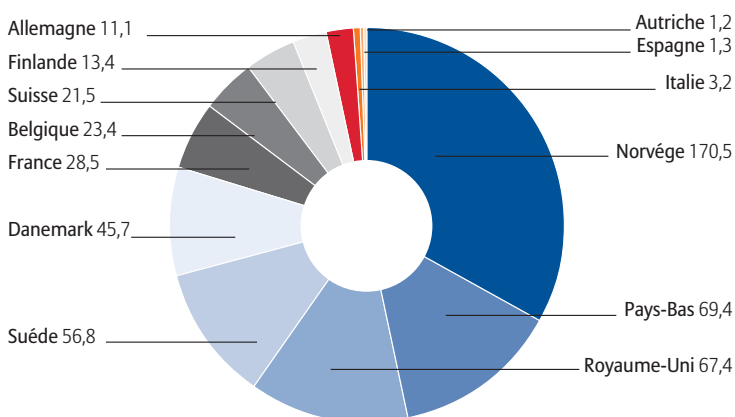
Les investissements axés sur le développement durable peuvent être considérés comme un style d'investissement. Tout comme les investisseurs qui misent sur des actions sous-évaluées ou des petites capitalisations, ceux qui basent leurs décisions d'investissement sur des facteurs de développement durable espèrent des rendements positifs. Autrement dit, l'objectif premier reste de générer de la performance.

### « Développement durable » et « performances boursières » sont-ils incompatibles ?

Le diagramme 2 montre que l'investissement dans le développement durable n'est pas nécessairement synonyme de mauvaises performances. Depuis la date de son lancement en 1994, l'indice Dow Jones Sustainability World a progressé d'environ 200 % (sur la base d'un indice de rendement net en USD). Cela correspond à un rendement annuel moyen de 7,8 %. En comparaison, sur la même période, l'indice MSCI World (un indice actions couvrant l'ensemble des pays du monde) a enregistré une progression de 150 % (ce qui correspond à un rendement annuel moyen de 6,2 %. Source : Allianz Global Investors.

Toutefois, il ne suffit pas de regarder uniquement les performances. Il faut aussi tenir

Diagramme n°1 : Volume d'investissements socialement responsables (ISR) en Europe (en milliards d'€)



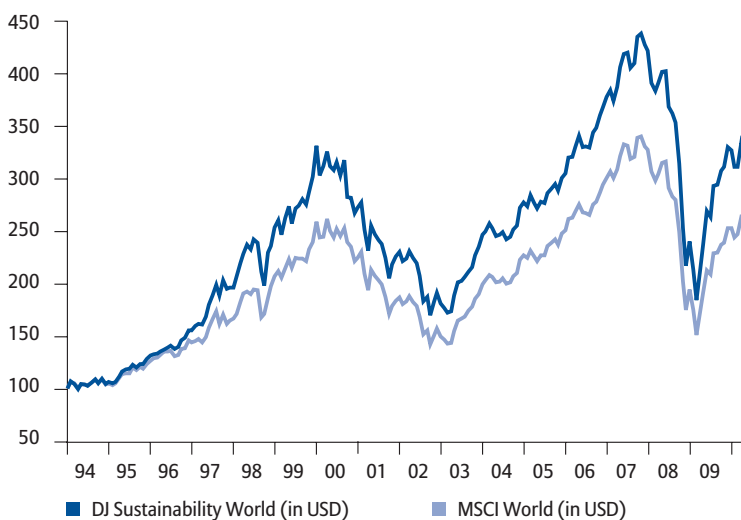
Source : Étude 2008 d'Eurosif sur les ISR ; illustration : Analyse des Marchés Capitaux.

compte des risques. Avec un niveau de 18,1 % par an, le risque (mesuré sous la forme d'un écart standard du rendement annuel) associé à l'indice Dow Jones Sustainability World, est légèrement supérieur à celui associé à l'indice MSCI World, dont le niveau est de 16,5 % par an (voir diagrammes 2 et 3). Il semble donc bien que d'un point de vue historique, le risque supplémentaire que prend un investisseur en choisissant une stratégie axée sur le développement durable plutôt qu'un investissement traditionnel (p. ex. : MSCI World) soit compensé par des

L'investissement dans le développement durable est un style d'investissement qui repose sur le principe théorique selon lequel une activité durable générera des rendements durables.

Diagramme n°2 : L'investissement durable est-il rentable ?

Indice Dow Jones Sustainability World (depuis sa création) par rapport à l'indice MSCI World (indice de rendement net, en dollar américain)



Source : Datastream ; illustration : Analyse des Marchés Capitaux.

La performance passée ne préjuge pas nécessairement des résultats futurs.

rendements plus élevés. Voilà qui correspond parfaitement au concept de marchés efficients.

### C) Stratégies axées sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et le développement durable

L'ISR et l'investissement dans le développement durable sont souvent considérés comme des formes d'investissement similaires mais ce n'est que partiellement vrai. Cela provient peut-être du fait qu'il n'existe aucune définition standard pour l'un et l'autre. Les principales différences sont toutefois les suivantes :

- L'investissement axé sur le développement durable identifie ce dernier comme un élément **important** dans la gestion de l'entreprise et dans la sélection des titres en portefeuille,
- L'investissement socialement responsable (ISR) retient la politique de développement durable comme un critère **déterminant** d'investissement.

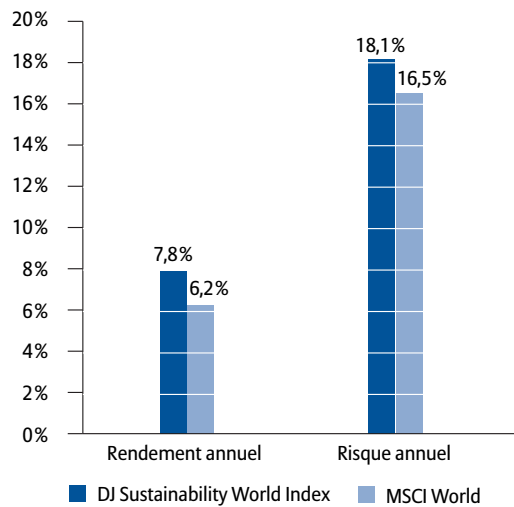
Les critères d'investissement varient donc en fonction de la philosophie d'investissement :

- L'investissement dans le développement durable apprécie l'engagement de l'entreprise dans cette politique. Mais il se concentre sur la dimension « best in class » en matière de rendement.
- L'ISR cherche à mesurer objectivement l'engagement de l'entreprise comme acteur responsable du développement durable. Cette mesure est un élément fondamental du processus d'investissement, fondé sur une sélection positive, voire l'exclusion

Alors que les fonds thématiques investis dans les technologies propres s'intéressent à un univers circonscrit, les stratégies d'investissement axées sur le développement durable et l'ISR couvrent un univers d'investissement plus large. Cependant, dans le cadre du processus de sélection, elles soumettent leur univers au filtre de multiples critères environnementaux, sociaux

### Diagramme n°3 : L'investissement durable est-il rentable ?

Comparaison du risque et du rendement : indice Dow Jones Sustainability World (depuis sa création ) et indice MSCI World



Source : Datastream ; période : janvier 1994 – avril 2010 ; illustration : Analyse des Marchés Capitaux. La performance passée ne préjuge pas nécessairement des résultats futurs.

et de gouvernance (ESG). Les deux stratégies de développement durable et d'ISR, tout en étant liées, sont distinctes l'une de l'autre.

- Les stratégies d'investissement axées sur le développement durable retiennent l'approche la plus large. Elles s'attachent plus spécialement à étudier et apprécier pour chaque secteur d'activité l'« importance » des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance, et leur impact sur la santé financière à long terme d'une entreprise. Le poids et la portée de certains facteurs environnementaux « importants » ne seront pas les mêmes pour une entreprise pétrolière que pour une entreprise du secteur de la santé.
- Les stratégies axées sur l'ISR s'appliquent à un univers d'investissement plus restreint, car leur approche est sélective. Comme dans les précédentes, les investisseurs recherchent des rendements financiers attrayants. Mais ils doivent également **respecter** un certain nombre de critères **objectifs** spécifiques à une stratégie d'investissement ISR. C'est ainsi que les investisseurs ISR cherchent à mesurer le respect qu'a chaque entreprise :

- des règles de gouvernance,
- de l’environnement,
- de ses salariés et de leur engagement,
- de ses partenaires tels les fournisseurs, ses clients et ses concurrents,
- des droits de l’homme, critère par définition discriminant s’il n’est pas respecté.

Le principe directeur de l’ISR est vieux de plus de cent ans et n’a jamais cessé d’évoluer au fil du temps. Au début, il s’agissait simplement de permettre à des investisseurs de placer leur argent dans des investissements conformes à leurs convictions éthiques fondamentales.

Il est possible que les croyances des Quakers au États-Unis soient à l’origine de cette approche. John Wesley, le fondateur du Méthodisme et Martin Luther King sont également associés à l’évolution de cette approche dans laquelle les tenants de l’ISR ont désormais clairement dépassé les limites du domaine de l’église et de la religion.

Au départ, on pratiquait un processus de sélection par exclusion dans le cadre duquel on éliminait par exemple les producteurs de tabac, les fabricants d’armes ou les entreprises faisant travailler des enfants.

Ceci dit, les pratiques en matière d’ISR ont encore été améliorées via l’utilisation de filtres de sélection positive qui mettent l’accent sur les engagements minimaux que doit prendre une entreprise en matière de responsabilité sociale et qui font que seules sont sélectionnées les entreprises qui respectent certains critères ou grilles de sélection spécifiques dans le domaine social ou environnemental.

Le fait que déjà 700 investisseurs institutionnels et gestionnaires d’actifs, représentant un volume d’investissement total supérieur à 20 milliards d’USD (en avril 2010), aient signé le texte des six « Principes pour un investissement responsable », montre que l’ISR est une force avec laquelle il faut compter. Ces investisseurs plaident en faveur d’une application généralisée des critères ESG dans les processus de décision et d’investissement.

**La sélection par exclusion :** elle consiste à exclure des entreprises, des industries ou des pays dont les pratiques sont contraires aux convictions sociales et morales des investisseurs. Les entreprises concernées sont celles qui réalisent une part de leur chiffre d’affaires dans des activités potentiellement « nuisibles » ou « immorales ».

Les critères de sélection par exclusion traditionnellement utilisés dans le cadre des approches d’investissement éthique ou socialement responsable sont les suivants :

- Violation des droits de l’homme ou des pratiques éthiques en matière d’emploi
- Fabrication d’armes, de produits à base de tabac ou d’alcool
- Développement et production d’armes de destruction massive
- Pollution de l’environnement
- Corruption
- Jeux
- Pornographie
- Travail des enfants

**La sélection positive :** elle consiste à sélectionner les entreprises qui répondent à certaines exigences minimales sur le plan environnemental et social, comme par exemple la mise en oeuvre d’une politique environnementale, d’une politique en matière de respect des droits de l’homme, l’existence de bonnes relations dans le travail, un bon historique sur le plan de la santé et de la sécurité.

Une étude menée auprès d’experts par Allianz Global Investors et le Centre de Recherche Économique Européenne basé à Mannheim révèle que l’ISR continue de prendre de l’importance au sein des caisses de retraite qui représentent les plus gros investisseurs institutionnels.

En ce qui concerne les actifs gérés dans le respect des principes de l’ISR, le marché européen est un bon exemple du rôle moteur joué par certains pays (p. ex. : la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède) en la matière, tandis que d’autres ont encore de gros progrès à accomplir, notamment l’Allemagne (voir Diagramme 4).

## ESG

Lorsqu’ils appliquent des stratégies axées sur le développement durable, les investisseurs cherchent en priorité à identifier les

Il n’existe aucune définition standard.

L’ISR et l’investissement dans le développement durable – des stratégies qui vont au-delà de la prise en compte des questions d’environnement.

risques et opportunités spécifiques qui se présentent à une industrie ou activité donnée. Ils s'attachent ensuite à identifier les sociétés les mieux positionnées pour limiter ces risques et tirer profit de ces opportunités. Dans la mesure où aucune entreprise ne peut éviter tous les risques ni capter toutes les opportunités, cette analyse est effectuée par rapport à un secteur d'activité, c'est-à-dire en essayant d'identifier l'entreprise la plus performante dans son secteur.

Lorsque des acteurs de la société retiennent une approche de développement durable, l'impact de leurs décisions doit être évaluée selon trois critères :

- L'Environnement,
- Le Social,
- La Gouvernance, c'est-à-dire l'ensemble des règles, et des organes de décision, d'information et de surveillance qui assurent le bon fonctionnement et le contrôle d'une organisation dans le respect de ses «ayants droits» et partenaires.

En tant que terme et concept, l'acronyme ESG a été introduit pour la première fois par les Nations Unies dans le cadre de la Global Compact Initiative visant à favoriser l'adoption d'une série de normes par les investisseurs et les analystes. Les critères

qu'il désignent et les sous critères qui en résultent servent de filtre à l'intégralité du processus de décision en matière d'investissement durable. L'application de ces critères et sous-critères à chaque entreprise permet d'apprécier, et même de mesurer, l'engagement des entreprises sous l'angle concret du développement durable.

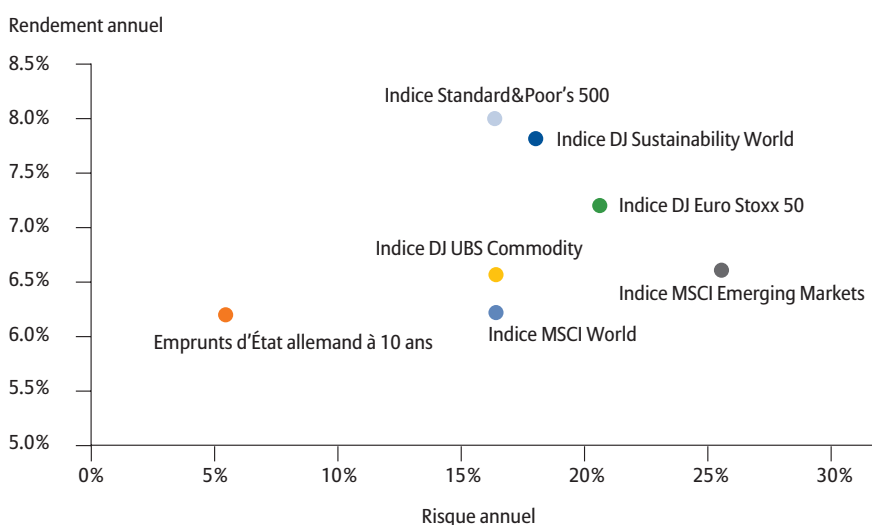
La liste des critères peut être adaptée au fil du temps en fonction de ce qui constitue la référence la plus actualisée en matière de développement durable.

Les critères ESG peuvent comporter des douzaines de questions. Certaines questions typiques sont reproduites ci-dessous :

- **Environnemental**
  - L'énergie est-elle utilisée d'une manière efficace qui tient compte du changement climatique ?
  - Est-ce que des énergies renouvelables sont utilisées dans le cadre du processus de production ?
  - La pollution de l'environnement ou de l'air est-elle évitée ?
  - Les déchets sont-ils simplement évacués ou sont-ils recyclés, si possible dans le cadre d'un programme de gestion des déchets ?
  - La pollution de l'eau est-elle évitée ?

#### Diagramme n°4 : L'investissement durable est-il rentable ?

Comparaison du risque et du rendement : indice Dow Jones Sustainability World (depuis sa création) et indice MSCI World



Source : Datastream ; période : janvier 1994 – avril 2010 ; illustration : Analyse des Marchés Capitaux.

La performance passée ne préjuge pas nécessairement des résultats futurs.

• **Social**

- Les droits de l'homme sont ils respectés ?
- Des mesures de protection de la sécurité des employés sont-elles mises en oeuvre ?
- L'entreprise joue-t-elle un rôle dans le développement social, par exemple dans le domaine de la santé ou de l'éducation, ou par l'octroi de micro-crédits ?

• **Gouvernance**

- Est-ce qu'un prestataire extérieur contrôle les processus en place ?
- Les droits des actionnaires sont ils respectés ?
- La Direction de l'entreprise agit-elle de manière transparente ?
- La corruption est-elle combattue ou prévenue ?

**Récapitulatif**

Les actions et les investissements dans le domaine économique, social et environnemental ne sont pas nécessairement synonymes de moindres performances. Au contraire, une gestion environnementale et sociale de qualité peut influencer positivement sur le rendement moyen des actions d'une société donnée. Les investisseurs responsables et

soucieux de l'avenir doivent réfléchir sur l'opportunité de tirer profit des philosophies d'investissement axées sur les technologies propres, l'investissement socialement responsable (ISR) ou le développement durable. Une chose est en effet certaine : parce que l'environnement a désormais un coût et un prix, les critères ESG vont jouer un rôle de plus en plus important.

Hans-Jörg Naumer et Stefan Scheurer avec la collaboration d'Olivier Gasquet

**Lectures complémentaires (encadré) :**

Vous pourrez trouver des informations supplémentaires en consultant, entre autres, les pages web suivantes :

- « Doing Good by Investing Well ? Pension Funds and Socially Responsible Investment : Results of an Expert Survey ». Veuillez vous rendre sur : <http://publications.allianzgi.com/en/pensionresearch>
- « ESG Risk Factors in a Portfolio Context - Integrated Modelling of Environmental, Social and Governance Risk Factors. An Innovative Study for Institutional Investors ». Une étude réalisée par risklab. Veuillez vous rendre sur : [www.risklab.de](http://www.risklab.de)

Diagramme n°5 : Comparaison des 3 philosophies d'investissement

	Investissement Thématique	Développement Durable	Investissement Socialement Responsable
<b>Philosophie</b>	S'intéresse à un thème (par ex., l'eau), une tendance (les économies d'énergie), une évolution (l'urbanisation).	S'intéresse aux sociétés qui, dans l'exercice de leur métier, se soucient de leur impact sur l'environnement de leurs relations sociales, et du respect des règles de gouvernance (ESG).	S'intéresse aux sociétés qui, dans l'exercice de leur métier, répondent à 5 critères de développement durable (environnement, politique sociale, clients & fournisseurs, gouvernance, droits de l'homme).
<b>Univers d'Investissement</b>	L'univers est défini par les sociétés qui (in)directement illustrent le thème retenu.	L'univers est défini par les entreprises qui, d'une manière ou d'une autre, intègrent dans leur métier les préoccupations du développement durable.	L'univers est défini par les titres qui obtiennent une note minimale sur chacun des 5 critères retenus. Le non respect des droits de l'homme est éliminatoire.
	L'univers est circonscrit par le thème.	L'univers est large.	L'univers est restreint.
<b>Approche d'Investissement</b>	L'investisseur sélectionne les titres offrant le meilleur potentiel de performance dans l'univers auquel il s'intéresse.	L'investisseur sélectionne les titres qui associent le mieux («best in class») performance financière et respect des critères ESG.	L'investisseur sélectionne les titres qui, dans l'univers, offrent les meilleures notes et les meilleures perspectives de valorisation.

Source : RCM; Illustration : Analyse des Marchés Capitaux.



Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social: 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient.

La présente publication a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France.

Document non contractuel.

[www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr)

Allianz Global Investors  
Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Hans-Jörg Naumer  
Olivier Gasquet  
Dennis Nacken  
Stefan Scheurer

Allianz Global Investors France – Société Anonyme  
20 rue Le Peletier  
75444 Paris Cedex 09