

● Tous les ingrédients pour une année favorable aux actions sont réunis

● L'assouplissement quantitatif soutient largement les obligations

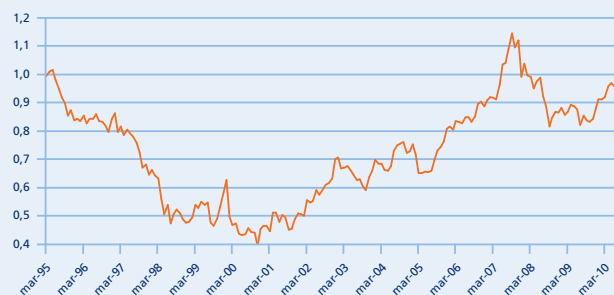
Novembre 2010

# Lettre mensuelle d'investissement

## Perspectives pour 2011 : une bonne année pour les actions

- Tous les ingrédients sont réunis pour que 2011 s'avère une année favorable aux actions. Les forces motrices des marchés seront la croissance bénéficiaire positive, les valorisations attrayantes, les liquidités abondantes et les vastes moyens de trésorerie des entreprises.
- La croissance bénéficiaire sera alimentée par quatre facteurs. Premièrement, la croissance économique positive (quoique inférieure au potentiel) des marchés développés ainsi que la solide croissance des marchés émergents auront un impact bénéfique sur les chiffres d'affaires (4-5%).
- Deuxièmement, les marges d'exploitation pourraient encore augmenter quelque peu (sans atteindre néanmoins les niveaux records de 2007) grâce à l'effet de levier opérationnel.
- Troisièmement, la baisse des charges d'intérêts aura un effet positif sur le coût de financement pendant plusieurs années.
- Les programmes de rachat d'actions propres des sociétés, qui ont un impact bénéfique sur le bénéfice par action, constituent le quatrième facteur. Celui-ci est surtout important aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Europe.
- En dehors de la croissance bénéficiaire, l'attrait des actions provient également de leurs valorisations. En 2010, les marchés d'actions ont été largement à la traîne par rapport à la croissance bénéficiaire. Les ratios cours/bénéfices se sont dès lors substantiellement contractés.
- Aujourd'hui, le P/E historique est de 14,5 en Europe (contre 16,2 fin 2009) et de 16,3 aux Etats-Unis (21,8). Pour les marchés émergents, ce ratio est de 14,7 (15,9) et pour le Japon, il s'établit à 16,3 (34,2).
- Pour arriver à nos objectifs de cours de fin d'année, nous supposons que les P/E resteront à leurs niveaux actuels. Nous ne prévoyons une poursuite de la contraction des P/E que pour le Japon (faible croissance nominale, pressions démographiques).
- En comparaison des niveaux actuels, nos objectifs de cours pour la fin 2011 impliquent de solides gains en Europe (16%), aux Etats-Unis (+10%) et au Japon (+16%). Les actions des marchés émergents sont les plus performantes (+21%).
- En 2011, les marchés émergents seront l'un de nos trois thèmes d'investissement. Les deux autres sont la quête de rendement (ce qui a déjà été l'un de nos thèmes en 2010) et une augmentation des dépenses des entreprises.
- Bien que les actions des marchés émergents soient devenues fort prisées, les fondamentaux supérieurs de la région restent intacts, tandis que les valorisations demeurent attrayantes.

P/E relatif des actions des marchés émergents et des actions des marchés développés



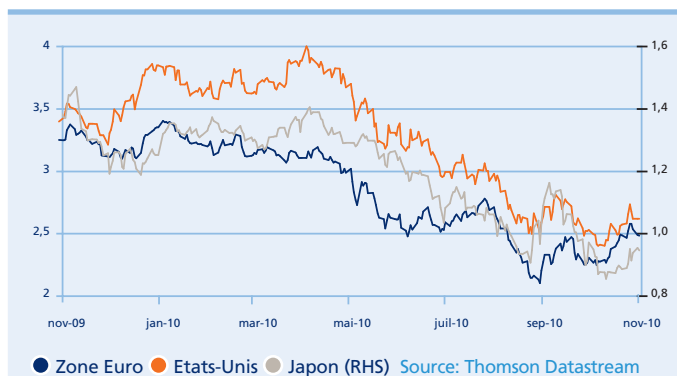
Source: Thomson Datastream, ING IM

**Les actions des marchés émergents méritent une prime**

# Répartition des actifs

## Nous sommes neutres pour les actions par rapport aux obligations

- Au sein des portefeuilles mixtes, nous maintenons notre position neutre pour les actions par rapport aux obligations. Nous avons décidé d'adopter une légère surpondération des matières premières et restons neutres pour les valeurs immobilières.
- Une diminution du soutien cyclique est attendue au cours des prochains mois, alors que le nouvel assouplissement quantitatif et la tendance du marché restent favorables. Nous pensons que la performance future sera davantage déterminée par le rendement que par les plus-values.
- Dans ce contexte, nous privilégions les classes d'actifs affichant une croissance élevée et durable (marchés émergents) et un rendement attrayant (haut dividende, haut rendement).



Rendements des Obligations à 10 ans

# Actions

## Une nouvelle saison bénéficiaire solide

- La saison de publication des bénéfices du troisième trimestre de 2010 est déjà bien entamée aux Etats-Unis et le trimestre s'annonce une fois de plus solide. Plus de 80% des sociétés du S&P500 ont publié des bénéfices supérieurs aux attentes. Les chiffres d'affaires ont également surpris à la hausse puisque 70% des entreprises ont dépassé les attentes.
- Ces solides chiffres n'ont guère ému les marchés puisque seuls les résultats largement supérieurs aux attentes ont été récompensés. Les sociétés américaines ont été pénalisées par la dépréciation du dollar, le financement bon marché et la robuste croissance des marchés émergents.
- En Europe, les résultats sont également solides : 65% des sociétés ayant publié leurs bénéfices ont dépassé les attentes en ce qui concerne leurs bénéfices et 46% ont fait mieux que prévu en matière de chiffre d'affaires. Nous sommes toutefois toujours au début de la saison des résultats, de sorte que nous restons prudents dans nos extrapolations.
- Jusqu'à présent, la réaction du marché face aux surprises positives est tout à fait différente de ce que l'on a observé aux Etats-Unis. En Europe, la récompense des marchés est beaucoup plus importante que de l'autre côté de l'Atlantique. Ceci pourrait refléter les attentes plus faibles pour les bénéfices européens.
- Pour 2011, nous prévoyons une poursuite de la croissance bénéficiaire à deux chiffres tirée par la croissance des revenus, la baisse des charges d'intérêts et les rachats d'actions.
- Les valorisations des marchés ne tiennent pas encore compte de cette croissance bénéficiaire. Dans l'hypothèse de ratios stables, nous nous attendons à ce que les marchés d'actions réalisent des rendements conformes à la croissance bénéficiaire en 2011. Les investisseurs devraient cependant privilégier le rendement et les marchés porteurs.

## Actions régionales : Nous privilégions les marchés émergents

- Surpondération des marchés émergents. La croissance, l'endettement et la rentabilité sont plus attrayants que dans les marchés développés.
- Sous-pondération de l'Europe. Le raffermissement de l'euro est susceptible d'avoir un impact négatif sur l'attrait relatif de l'Europe.
- Sous-pondération des Etats-Unis. Les flux de capitaux liés au nouvel assouplissement quantitatif pourraient favoriser le marché américain, mais il faudrait davantage de signaux indiquant que l'économie se stabilise.
- Sous-pondération du Japon. Le pays profite de la forte croissance en Asie, mais la demande domestique reste faible et les craintes déflationnistes persistent.

## Taille & Style

- Surpondération des grandes capitalisations. Les valorisations, les bilans et l'exposition aux marchés émergents sont favorables aux grandes capitalisations.
- Surpondération des valeurs de croissance par rapport aux valeurs de rendement. La croissance bénéficiaire ralentit, ce qui est positif pour les valeurs de croissance. Nous continuons de privilégier les actions à haut dividende.

# Obligations

## Les obligations sont largement soutenues par l'assouplissement quantitatif

- L'assouplissement quantitatif annoncé constitue un contexte favorable aux obligations. Tout d'abord, il pousse les cours des actifs concernés par les programmes d'achat à la hausse (et leurs rendements à la baisse).
- Ensuite, il pourrait y avoir des effets positifs pour les marchés obligataires non concernés directement. Les investisseurs qui vendent des actifs à la banque centrale réinvestissent en effet le produit de ces ventes sur d'autres marchés.
- En dehors du facteur de l'assouplissement quantitatif, les flux institutionnels continuent de soutenir les obligations. Les activités d'équilibrage entre actif et passif (duration) contraignent de nombreux fonds de pension et compagnies d'assurances à acheter des obligations d'Etat à long terme.

- Le faible niveau des taux des obligations d'Etat (non périphériques) accroît par ailleurs la quête de rendements plus élevés dans d'autres segments obligataires. Ceci entraîne d'importants flux de capitaux en direction des produits affichant un spread par rapport aux obligations d'Etat.
- Alors que les performances du passé jouent un grand rôle pour les flux particuliers, il est également fort probable que ces derniers demeurent relativement élevés. Depuis le début de l'année, de nombreux fonds obligataires ont fait mieux que la plupart des alternatives en actions.
- Il subsiste de toute évidence des risques. Les inquiétudes souveraines et cycliques pourraient refaire surface et les mesures des autorités en sont toujours à leur phase embryonnaire, ce qui rend leur impact incertain. Enfin, les flux de capitaux spéculatifs pourraient contribuer au développement de bulles spéculatives ou d'un contexte inflationniste, en particulier dans les marchés émergents.

Actions		Changement
Énergie	+	
Matériaux	=	
Industries	-	
Biens de consommation durables	-	
Service de grande consommation	-	
Biens de consommation non durables	=	
Santé	+	
Services financiers	-	
Technologies de l'information	+	
Médias	=	
Télécommunications	+	
Services publics	=	

Obligations		Changement
Rendement des obligations à 10 ans (prévision à 3 mois)		
US	2,7%	
Zone Euro	2,6%	
Japon	1,1%	
Crédits Investment Grades	-	
Crédits haut rendement	+	▲
Dette des marchés émergents		
Devises fortes	+	
Devises locales	+	
ABS	+	

+ positif = neutre - négatif ▲

Les éléments contenus dans ce document ont été préparés dans un but exclusivement informatif et ne constituent pas une offre, ni un prospectus ou une invitation appelant à traiter, à acheter ou vendre un titre de placement quel qu'il soit ou à participer à une quelconque stratégie commerciale. Les investissements peuvent convenir à des investisseurs privés, à la condition qu'ils aient été recommandés par un conseiller reconnu, indépendant ou salarié, agissant pour le compte de l'investisseur, sur la base d'un contrat écrit. Si une attention particulière a été portée à la rédaction du présent document, son exactitude ou son exhaustivité ne peut faire l'objet d'aucune garantie ou déclaration, implicite ou explicite. Ni ING Investment Management, ni aucune autre compagnie ou entité appartenant au groupe ING, ni ses dirigeants, directeurs ou employés ne peuvent être tenus directement ou indirectement responsables des informations et/ou des recommandations, quelles qu'elles soient, contenues dans le présent document. L'information contenue dans le présent document ne devra jamais être considérée comme un conseil d'investissement individuel ou comme un avis juridique ou fiscal. Le présent document a été préparé, comme il se doit, avec toute l'attention et tous les soins requis. La présente information ne peut donner lieu à aucun droit. Pour l'obtention de conseils plus spécifiques, veuillez vous adresser à votre conseiller en placements. Aucune responsabilité, directe ou indirecte, n'est assumée relative à une perte éventuelle, subie ou encourue par des lecteurs ayant utilisé cette publication pour prendre des décisions. Les investissements sont soumis à des risques. Votre investissement peut augmenter ou diminuer et les résultats obtenus dans le passé ne sont pas indicatifs des résultats futurs et ne peuvent être, en aucun cas, considérés comme tels. Tous les produits et tous les titres de placement mentionnés dans le présent document comportent leurs propres risques et conditions générales, qui doivent être consultés individuellement par chaque investisseur, avant d'entamer une transaction quelconque. La présentation et les informations contenues dans ce document sont confidentielles et ne doivent pas être copiées, reproduites, distribuées ou transmises à qui que ce soit, sans l'approbation écrite préalable d'ING Investment Management France.