

Une croissance plus solide et la deuxième vague de mesures quantitatives tirent les actifs risqués vers le haut.

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk

financialmarketsresearch@robeco.com



Faits marquants

- La Réserve fédérale a lancé un deuxième plan de soutien quantitatif (QE2), légèrement supérieur aux 500 milliards de dollars attendus. Ce programme, qui pousse déjà les actions et les prix des matières premières à la hausse, et qui tire le dollar vers le bas, a coïncidé avec les signes d'accélération de la croissance dans le monde entier. Par exemple, les derniers indices PMI chinois et américain ont tous les deux dépassé les prévisions. Ceci est de bon augure pour les cours des actifs risqués dans les prochains mois.
- Ce mois-ci, nous avons revu à la hausse les perspectives des actions, de neutre à positives. Nous ne prévoyons pas de résultats spectaculaires, mais qui devraient se situer dans une fourchette allant de 5% à 15 % dans les 12 prochains mois. Nous pensons que les actions vont bientôt sortir de leur schéma de mouvement latéral qui a commencé fin avril, étant donné qu'une croissance modérée n'est pas vraiment négative pour les actions. La croissance des bénéfices devrait se poursuivre et les fusions et acquisitions pourraient devenir un moteur pour les marchés actions. Nous ne pensons pas que la valorisation est un facteur positif pour les actions, même si l'indice de volatilité VIX et les différentiels de taux d'entreprise suggèrent que les primes de risque sont supérieures à la moyenne.
- Puisque nous prévoyons que l'immobilier s'alignera sur les performances des actions, nous avons aussi revu à la hausse nos prévisions pour cette catégorie d'actifs, de neutres à positives. La valorisation de l'immobilier est devenue légèrement supérieure à celle des actions, mais les bénéfices commencent à croître.
- Nous restons très optimistes concernant les obligations d'entreprises. En plus d'une prime de rendement attractive, elles offrent la perspective d'une nouvelle baisse des spreads. Il est peu probable que la croissance économique modérée entraîne un nombre exceptionnel de faillites ; nous ne pensons pas non plus que les entreprises devront payer plus qu'elles ne le doivent sur le marché des fusions et acquisitions.
- Concernant les actions, les marchés émergents restent notre région favorite. Les perspectives économiques sont favorables, tandis que les perspectives de bénéfices pour les marchés émergents correspondent maintenant aux perspectives de l'ensemble des actions. Par ailleurs, la valorisation est plus ou moins alignée sur celle des marchés développés. Néanmoins, la dynamique est plus solide et les perspectives économiques à long terme sont moins déprimées par le vieillissement de la population ou les dettes publiques. Nous n'avons pas de nette préférence quant aux marchés développés.

Synthèse

La Réserve fédérale a lancé un deuxième plan d'assouplissement quantitatif (QE2), légèrement supérieur aux 500 milliards de dollars attendus. Ce programme, qui pousse déjà les actions et les prix des matières premières à la hausse, et qui tire le dollar vers le bas, a coïncidé avec les signes d'accélération de la croissance dans le monde entier. Par exemple, les derniers indices PMI chinois et américain ont tous les deux dépassé les prévisions. Ceci est de bon augure pour les cours des actifs risqués pour les prochains mois. Les principaux risques sont une dégradation de la crise de la dette dans la zone euro et un renforcement des tensions monétaires donnant lieu à des mesures protectionnistes. Les pays sont peu disposés à laisser leurs devises augmenter par rapport au dollar et résistent à d'énormes afflux de capitaux, potentiellement déstabilisants.

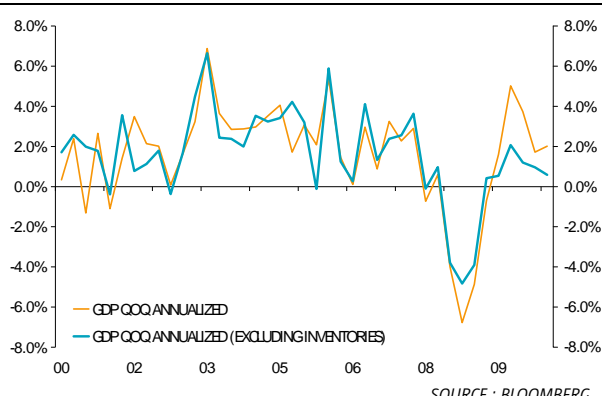
Opinion macroéconomique

Le monde montre des signes d'accélération de la croissance après le ralentissement de mai 2010. La banque centrale américaine donne un élan supplémentaire en lançant un nouveau programme d'assouplissement monétaire, ce qui poussera certainement les autres banques centrales à suivre son exemple, d'une façon ou d'une autre. La BCE réticente fait face à de nouvelles tensions sur les marchés obligataires européens. La Banque du Japon doit freiner la vigueur du yen.

Amérique du Nord

Les données du PIB américain du troisième trimestre ont été modérées, avec une expansion de l'économie de 2, % selon les chiffres préliminaires. Si ces 2 % semblent raisonnables dans le contexte actuel, l'essoufflement sous-jacent a été beaucoup moins favorable, l'accumulation des stocks étant l'un des principaux facteurs de croissance pour ce trimestre. Si l'on exclut les stocks, le PIB a gagné un maigre 0,6 % en valeur annualisée. Comme toujours, des révisions sont à prévoir, mais elles ne changeront pas radicalement le message sous-jacent : l'économie américaine a ralenti au troisième trimestre.

DONNÉES DU PIB AMÉRICAIN PAR TRIMESTRE (% GLISSEMENT TRIMESTRIEL)



SOURCE : BLOOMBERG

Voilà pour les mauvaises nouvelles. L'économie américaine semble avoir pris une meilleure voie au début du dernier trimestre. Les deux indices ISM se sont avérés plus élevés que prévu, l'indice ISM des producteurs affichant une hausse surprise de près de 3 points, pour atteindre 56,9 en octobre. Etant donné le niveau relativement élevé de liquidités actuellement sur les bilans du secteur des entreprises, cette amélioration du climat pourrait déclencher une stimulation très attendue des investissements. Les sous-indices concernant les nouvelles commandes, l'emploi et les exportations ont fortement augmenté, ces dernières étant probablement le résultat direct de l'affaiblissement prolongé du dollar et du rebond de l'activité économique sur les marchés émergents. Encore plus important : l'annonce de la nouvelle série de mesures de relance monétaire lancée par la Fed, mieux connue sous le nom de QE2. La Fed n'a pas opté pour une nouvelle approche choc ; les 600 milliards de dollars d'achats de bons du Trésor supplémentaires étaient à peine supérieurs aux 500 milliards de dollars attendus. Néanmoins, c'est le caractère flou de l'annonce de la Fed qui est le plus marquant : la Fed va "ajuster le programme comme il se doit pour encourager au mieux l'emploi et la stabilité des prix". Le message devrait être clair : la Fed ne va pas rester sans rien faire à regarder l'économie plonger dans une nouvelle récession. En adoptant cette approche, la Fed force les autres à faire de même, ou du moins à anticiper une forte appréciation de leur devise. Bien sûr, il existe, à plus long terme, toutes sortes de risques (inflation) et d'inconvénients (une mauvaise allocation des capitaux, étant donné que la Fed détiendra environ 25 % des obligations d'Etat américaines en circulation d'ici mi-2011) liés à cette politique. Mais à moyen terme, nous sommes passés d'un scénario de dépression/déflation à un scénario de croissance/inflation. Concernant les élections de mi-mandat, le message phare semble être la division croissante entre les différents partis, et en leur sein même. Globalement, le risque d'impasse sur

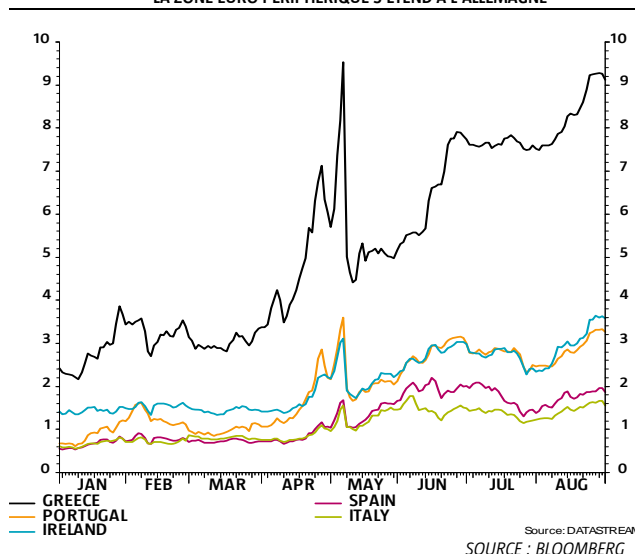
différentes questions importantes semble avoir augmenté, ce qui signifie que c'est à la Fed de remettre l'économie américaine sur les rails.

Europe

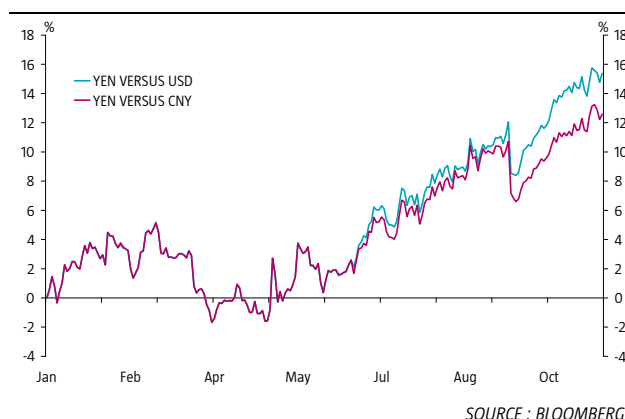
Le gouvernement britannique, juste après avoir annoncé un programme de contraction budgétaire sans précédent, a dû être heureux de découvrir les chiffres étonnamment solides de la croissance britannique pour le troisième trimestre. Le PIB réel a enregistré une croissance de 0,8 %, contre une prévision de 0,4 %. Standard & Poor's a confirmé la notation AAA du Royaume-Uni. La pression sur la Banque d'Angleterre pour renforcer les mesures de relance a diminué.

Menée par l'Allemagne, l'économie de la zone euro continue à se redresser. Mais si la production se renforce, la croissance du secteur des services se dégrade, indiquant une faible demande intérieure. La zone euro reste donc fortement dépendante de la croissance des exportations. L'euro a été la devise la plus solide au cours des trois derniers mois, avec une hausse de 7,5 % contre le dollar américain, signifiant qu'un affaiblissement de la croissance devient probable. Les leaders européens se sont accordés pour que le filet de sécurité, jusqu'alors temporaire, devienne permanent, et pour lui donner une base juridique solide. Les hommes politiques ne laissent aucun doute quant au fait qu'un défaut de paiement ordonné sera une caractéristique du filet de sécurité permanent. Au moment de la rédaction, la BCE s'est abstenue d'acheter des obligations périphériques pendant trois semaines d'affilée. Dans un rare exemple de contestation ouverte du point de vue dominant du conseil dirigeant de la BCE, le président de la Bundesbank, Alex Weber, qui est pressenti comme le futur président de la BCE, a appelé à mettre fin à ce programme d'achat d'obligations. En introduisant un facteur d'incertitude dans la future politique de la BCE, Alex Weber contribue aux tensions persistantes au sein du marché obligataire de la zone euro.

LA ZONE EURO PÉRIPHÉRIQUE S'ÉTEND À L'ALLEMAGNE



STABILITÉ... À LA HAUSSE



Région Pacifique

L'économie japonaise continue de ralentir. Les espoirs de reprise au dernier trimestre ont été fermement (si ce n'est entièrement) placés sur une accélération de la croissance asiatique (lisez : chinoise). La production industrielle japonaise a diminué de 1,9 % d'un mois sur l'autre en septembre, soit la quatrième baisse d'affilée, tandis que la plupart des dépenses de consommation et les chiffres de vente au détail se sont avérés plus faibles que prévu. Avec une hausse du yen d'environ 5 % contre le dollar et de 3 % contre le yuan chinois depuis mi-septembre, on ne peut pas dire que les perspectives d'une forte reprise de l'activité industrielle s'améliorent. Le seul petit facteur positif est que le rythme de la déflation (0,6 % en septembre) ralentit. Pourtant, étant donné le renforcement constant du yen, il reste à voir combien de temps cette tendance va durer. Beaucoup de choses semblent donc dépendre de la croissance de la région (qui semble remonter) et de l'évolution future du yen. Face à une Fed qui se montre à tous les égards plus volontaire et plus agressive dans son approche QE2, les perspectives de la devise japonaise sont beaucoup moins positives. En fin de compte,

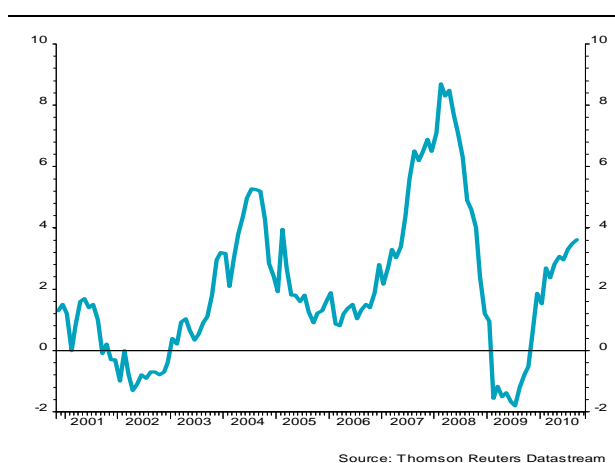
c'est à la Banque du Japon de sortir de cette impasse. Jusqu'à présent, cependant, elle n'a pas souhaité, ni pu neutraliser, et encore moins contrer, l'impact des plans QE2 des États-Unis.

Même si les deux pays appartiennent à la même région, le Japon et l'Australie ont des caractéristiques opposées. L'économie australienne continue à prospérer, ce qui a poussé la Reserve Bank of Australia (RBA) à relever les taux d'intérêt à 4,75 % lors de sa dernière réunion mensuelle. Cette décision a créé la surprise, étant donné que les derniers chiffres de l'inflation (trimestriels) se sont avérés légèrement plus faibles que prévu. Néanmoins, comme l'a expliqué la RBA, le chiffre de l'inflation était déprimé en raison de la « douceur inhabituelle des prix de l'alimentation », ajoutant que « l'inflation devrait augmenter dans les années à venir. » Un autre problème est la reprise de l'économie chinoise, qui stimule la demande de matières premières (australiennes). Si l'on en croit le ton du communiqué de presse de la RBA, il est évident qu'une nouvelle hausse dépendra fortement des données publiées dans les prochains mois.

INDICE CPI CHINOIS (GLISSEMENT ANNUEL %)

Marchés émergents

L'indice chinois des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier est en hausse pour le troisième mois d'affilé. L'inflation suit une tendance à la hausse, pour atteindre 3,6 % en septembre, mais la dynamique est en train de ralentir. Nous pensons que la solide croissance chinoise va se poursuivre, sans que l'inflation devienne un véritable problème. Un nouveau resserrement est peu probable dans les prochains mois. L'affaiblissement du dollar américain exerce une pression à la hausse sur de nombreuses devises des pays émergents. En Asie, les décideurs prêtent une attention particulière aux événements chinois, ce qui maintient le yuan à un niveau proche du dollar. L'embellie pourrait venir d'une réévaluation plus drastique du yuan contre le dollar par rapport aux 2,5 % qui ont été appliqués. Mais ce scénario semble peu probable. La pression va s'intensifier pour les restrictions de capitaux sur les autres marchés émergents, en particulier les plus petits.



L'Inde, qui n'a pas toujours reçu des afflux de capitaux étrangers par le passé et qui possède une devise flottante, s'abstiendra dans tous les cas de mettre en place des contrôles de capitaux. L'économie indienne maintient le cap actuellement. Heureusement, l'inflation des produits alimentaires est en train de diminuer. Un certain resserrement supplémentaire semble cependant inévitable dans l'année à venir.

Au Brésil, Dilma Rousseff — le successeur favori de Lula da Silva — a été élue présidente. Elle s'est engagée à réduire légèrement la dette nette. La production industrielle est freinée par un real fort. Un ralentissement de la croissance économique est à prévoir, et à espérer, car le Brésil a eu tendance à dépasser ses limites au cours de cette année électorale.

L'économie russe se porte bien, avec un taux de croissance proche de 5 % cette année grâce à une hausse des prix des matières premières. Nous ne prévoyons pas de ralentissement significatif de la croissance économique en 2011. L'adhésion de la Russie à l'OMC en 2011 est en train de devenir une possibilité (bien que l'élite russe semble divisée sur la question), mais l'impact sur la croissance devrait rester limité.

CROISSANCE DU PIB PAR RÉGION (%)

	2009	2010	2011	Δ -1M 2011	ROBECO*
ÉTATS-UNIS	-2,6	2,7	2,4	-0,1	-
ZONE EURO	-4,0	1,1	1,5	0,0	=
ROYAUME-UNI	-5,0	1,6	1,9	-0,2	=
JAPON	-5,2	3,0	1,2	-0,1	-
CHINE	9,1	9,9	9,0	0,1	=
INDE	7,4	8,3	8,4	0,1	+
BRÉSIL	-0,2	7,5	4,4	0,0	+
RUSSIE	-7,9	4,9	4,4	-0,1	+
MONDE	-2,2	3,3	2,9	0,0	=

* INDIQUE SI NOUS PRÉVOYONS UN TAUX DE CROISSANCE PLUS ÉLEVÉ (+), ÉGAL (=) OU PLUS FAIBLE (-) QUE LES ESTIMATIONS ACTUELLES DU CONSENSUS POUR L'ANNÉE 2010

SOURCE : CONSENSUS ECONOMICS, ROBECO

INDICE CPI PAR RÉGION (%)

	2009	2010	2011	Δ -1M 2011	ROBECO*
ÉTATS-UNIS	-0,3	1,6	1,5	0,1	=
ZONE EURO	0,3	1,3	1,4	0,0	=
ROYAUME-UNI	1,9	4,6	3,4	0,1	+
JAPON	-1,4	-0,9	-0,3	0,0	-
CHINE	-0,7	2,9	3,0	0,0	+
INDE	12,4	9,6	6,8	0,0	+
BRÉSIL	4,3	5,1	4,8	0,0	+
RUSSIE	8,8	7,4	7,4	0,0	+
MONDE	0,7	2,1	2,0	0,0	=

* INDIQUE SI NOUS PRÉVOYONS UN INDICE CPI PLUS ÉLEVÉ (+), ÉGAL (=) OU PLUS FAIBLE (-) QUE LES ESTIMATIONS ACTUELLES DU CONSENSUS POUR L'ANNÉE 2010

SOURCE : CONSENSUS ECONOMICS, ROBECO

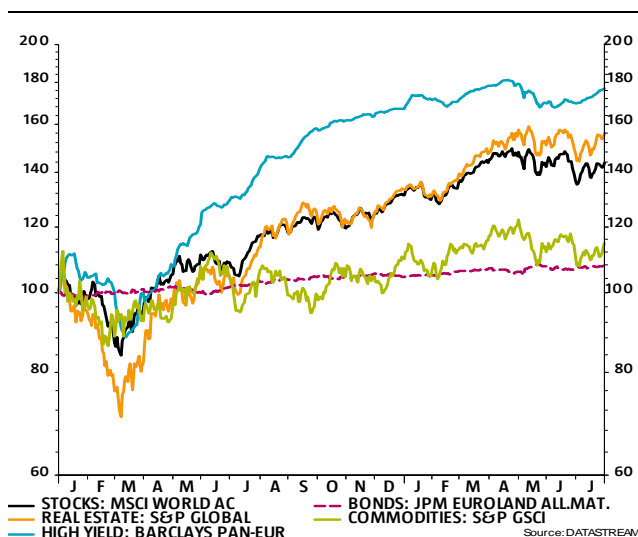
Perspectives des marchés financiers

Allocation d'actifs

Analyse du mois écoulé

Les données macroéconomiques et les marchés financiers ont été favorables depuis un mois. Par exemple, les indices de confiance des producteurs ont été étonnamment élevés aux États-Unis, en Allemagne, en Chine et en Inde. Avec la dissipation des risques d'un double creux et la poursuite d'une politique de desserrement monétaire, les actifs risqués restent attractifs. Les actions ont gagné 2,3 % le mois dernier et l'immobilier a continué d'enregistrer de solides résultats, gagnant 2,9 %. Malgré une légère hausse des taux d'intérêt à long terme, les obligations à haut rendement ont gagné 1,1%, alors que les spreads diminuent. Les rendements des obligations d'Etat sont légèrement remontés de leurs plus bas historiques. Par conséquent, les obligations ont perdu -0,4 % au cours du dernier mois. Les matières premières ont augmenté de 2,3%. Depuis un an, les matières premières ont enregistré la tendance la plus faible parmi les actifs risqués. L'euro a continué à se renforcer ; il se négocie aujourd'hui à 1,42 USD, contre 1,36 USD le mois dernier.

PERFORMANCE DES CLASSES D'ACTIFS (RENDEMENT ABSOLU EN EUR)



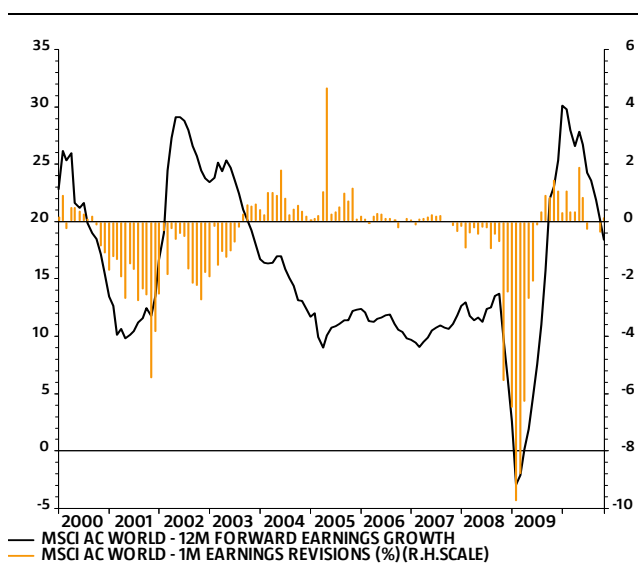
PERFORMANCE DES CLASSES D'ACTIFS (RENDEMENT ABSOLU EN EUROS)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3A	-5A
ACTIONS (MSCI AC WORLD)	2,3%	2,2%	-1,0%	21,9%	-14,3%	4,8%
IMMOBILIER (S&P GLOBAL REITS)	2,9%	5,4%	4,1%	34,3%	-18,2%	3,8%
HAUT RENDEMENT (BARCLAYS PAN-EUR)	1,1%	3,8%	3,0%	14,0%	0,7%	-5,4%
OBLIGATIONS (JPM EUROLAND ALL.MAT.)	-0,4%	0,7%	2,9%	4,6%	19,4%	22,7%
MATIÈRES PREMIÈRES (S&P GSCI)	2,3%	-1,5%	-7,4%	5,4%	-36,1%	-42,2%

SOURCE : THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Actions

Nous avons revu à la hausse les perspectives des actions, de neutre à positives, au cours du dernier mois. Nous ne prévoyons pas de résultats spectaculaires, mais qui devraient être dans une fourchette allant de 5% à 15 % dans les 12 prochains mois. Les estimations consensuelles pour la croissance économique dans les économies développées en 2011 ont globalement diminué depuis juin, et reflètent maintenant des taux de croissance qui peuvent être atteints selon nous. Nous pensons que les actions vont bientôt sortir de leur schéma de mouvement latéral qui a commencé fin avril, étant donné qu'une croissance modérée n'est pas vraiment négative pour les actions. La croissance des bénéfices devrait se poursuivre et les fusions et acquisitions pourraient devenir un moteur pour le marché boursier. Nous ne pensons pas que la valorisation est un facteur positif pour les actions, même si l'indice VIX et les marges de rendement des entreprises suggèrent que les primes de risque sont



SOURCE : TFD, ROBECO

supérieures à la moyenne.

La saison des bénéfices du troisième trimestre rappelle fortement les trimestres précédents, avec une surprise : jusqu'à présent, 73 % des chiffres pour le S&P 500 sont supérieurs aux prévisions. La plupart des entreprises, environ 61 % d'entre elles, affichent également des ventes supérieures aux estimations des analystes. En moyenne, cependant, les ventes n'ont que légèrement dépassé les prévisions. Ce qui est sûr, c'est que les prévisions des bénéfices sont très bien gérées depuis plusieurs trimestres. D'après notre scénario de croissance modérée, nous ne prévoyons pas de grave déception au cours des prochains trimestres, même si nous pensons que les prévisions de croissance des bénéfices des analystes de 15 % pour 2011 sont un peu élevées.

Immobilier

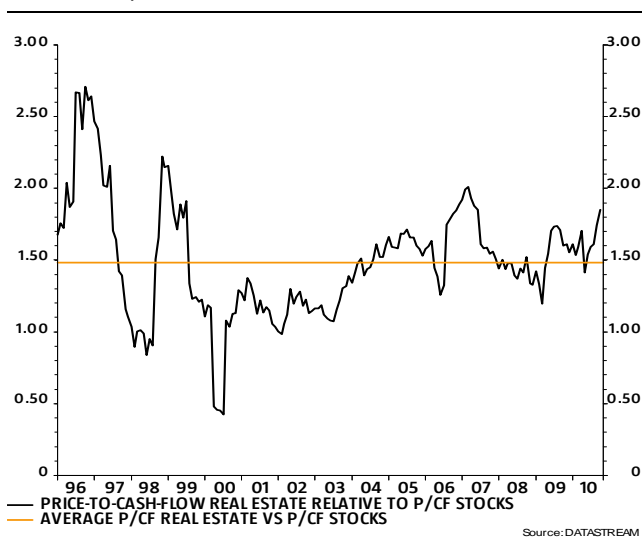
Puisque nous prévoyons que l'immobilier s'alignera sur les performances du marché boursier, nous avons aussi revu à la hausse nos prévisions pour cette catégorie d'actifs, de neutres à positives. La valorisation de l'immobilier est devenue légèrement supérieure à celle des actions, mais les bénéfices commencent à augmenter.

Malgré une légère hausse des taux d'intérêt à long terme, l'immobilier continue à enregistrer une performance correcte. La baisse des taux longs est l'un des facteurs de cette performance, en plus des logements vides et des loyers qui ont atteint leur plancher. La croissance des bénéfices devrait augmenter l'an prochain, comme le suggère actuellement la prévision consensuelle d'une croissance des bénéfices de 12 %. La valorisation de l'immobilier est à la hausse par rapport à celle des actions en raison de la surperformance continue de l'immobilier. Le ratio prix / cash flow actuel pour l'immobilier est égal à 1,8 x celui des actions. Ce résultat est supérieur à la moyenne historique et reflète les taux plafond attrayants de l'immobilier, qui divisent le revenu locatif par le capital investi. Nous ne pensons pas que la prime sur la valorisation empêchera la génération de nouveaux gains immobiliers. Mais il est probable que la performance de l'immobilier s'aligne davantage sur celle des actions.

Obligations d'entreprise

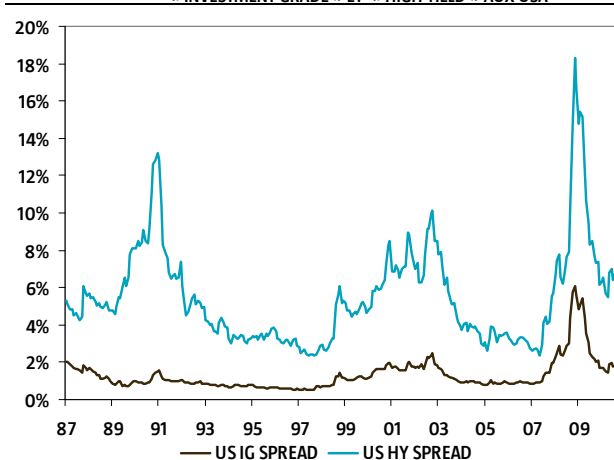
Nous pensons que les obligations d'entreprise offrent les caractéristiques risque/rendement les plus intéressantes. Même si les spreads ont diminué, ils restent supérieurs à leur moyenne à long terme. Comme l'indique le tableau ci-contre, le spread actuel sur les obligations « investment grade » américaines est de 1,68 %, contre une moyenne de 1,31 % entre 1987 et 2010 et une valeur médiane de 0,99%. Le spread des obligations à haut rendement est maintenant de 5,75 %, soit presque aligné sur sa moyenne 1987-2010 de 5,50 %, mais toujours bien supérieur à la valeur médiane de 4,97 %. En plus d'une prime de rendement attractive, les obligations d'entreprise offrent la perspective d'une nouvelle baisse des spreads. Il est peu probable que la croissance économique modérée déclenche un nombre exceptionnel de faillites. Nous ne pensons pas non plus que les

PRIX / CASH FLOW POUR L'IMMOBILIER COMPARÉ AUX ACTIONS



SOURCE : MSCI, TFD, ROBECO

ÉCARTS DE SPREADS SUR LES
« INVESTMENT GRADE » ET « HIGH YIELD » AUX USA



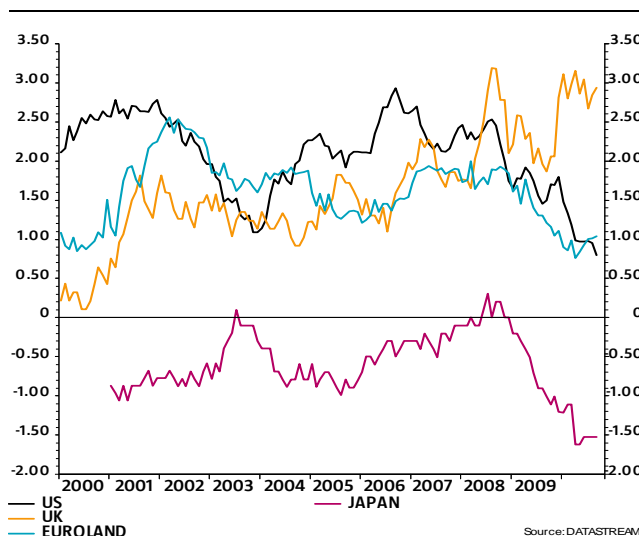
SOURCE : BARCLAYS

entreprises devront payer plus qu'elles ne le doivent sur le marché des fusions et acquisitions. Nous n'avons actuellement aucune préférence entre les crédits et les obligations à haut rendement. Dans le contexte d'un portefeuille, nous pensons qu'il est très intéressant de miser sur les crédits plutôt que sur les obligations d'Etat et sur les obligations à haut rendement plutôt que sur les liquidités.

Obligations d'État

Les taux obligataires à long terme restent proches de leurs plus bas historiques malgré une légère hausse depuis un mois. Les taux ont augmenté d'environ 10 à 20 points de base, notamment en raison des données macroéconomiques récentes. L'inflation globale semble atteindre son plus bas dans la zone euro et au Japon. Aux États-Unis, l'inflation globale a aussi toutes les chances de se stabiliser car le dollar s'est considérablement affaibli. En outre, une croissance économique modérée devrait empêcher une déflation en dehors du Japon, en particulier aux États-Unis. La Fed met tout en place pour s'assurer que l'économie ne prenne pas la voie de la déflation. Même si nous pensons que les taux obligataires ont évolué trop lentement, nous ne prévoyons pas de correction dans l'immédiat. Les principales banques centrales vont poursuivre leur politique de desserrement monétaire, et le desserrement quantitatif est un facteur positif pour les obligations à court terme. Un moyen défensif de faire face à cette baisse des taux est de surpondérer les crédits au détriment des obligations d'État.

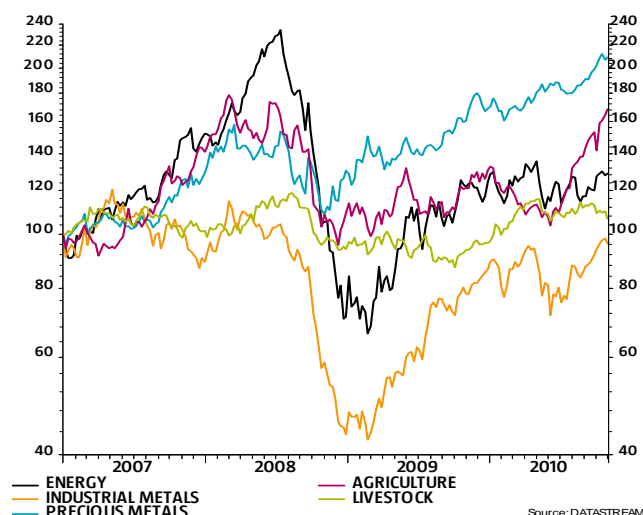
TAUX D'INFLATION GLOBALE (% GLISSEMENT ANNUEL)



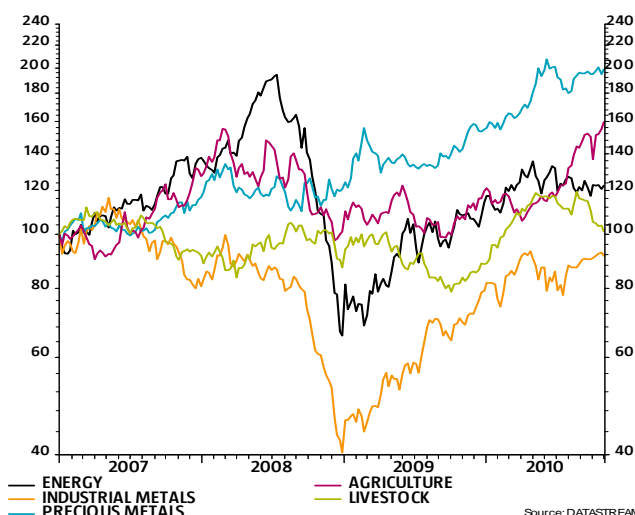
Matières premières

Nous maintenons notre opinion neutre sur les matières premières. En dollars, nous observons des tendances haussières dans trois des cinq principaux indices de matières premières. En euros, cependant, aucune tendance haussière n'a été enregistrée ces derniers mois, à l'exception des matières premières agricoles. Nous pensons qu'il est trop tôt pour anticiper une hausse significative des prix des matières premières. Dans un avenir plus lointain que notre vision tactique à trois ou six mois, nous pensons toutefois qu'il est probable qu'il y ait une autre flambée des prix des matières premières, en raison de la demande de la classe moyenne mondiale en augmentation constante.

PRIX AU COMPTANT DES MATIÈRES PREMIÈRES GSCI (USD)



PRIX AU COMPTANT DES MATIÈRES PREMIÈRES GSCI (EUR)



Allocation régionale

PERFORMANCE DES RÉGIONS (MSCI AC WORLD ; TOTAL DES RENDEMENTS NON COUVERTS EN EUROS)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3A	-5A
AMÉRIQUE DU NORD (46 %)	2,7%	1,8%	-4,9%	23,2%	-11,4%	-3,1%
EUROPE (26 %)	3,0%	2,1%	4,1%	16,9%	-21,9%	5,5%
RÉGION PACIFIQUE (13 %)	0,1%	-0,5%	-4,2%	16,5%	-16,8%	-4,7%
MARCHÉS ÉMERGENTS (14 %)	2,4%	6,4%	7,3%	34,5%	-3,5%	72,5%
AC WORLD (100 %)	2,3%	2,2%	-1,0%	21,9%	-14,3%	4,8%

SOURCE : THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Les marchés émergents restent notre région favorite. Les perspectives économiques sont bonnes, comme le montre le niveau élevé de la confiance des producteurs, qui indique une forte croissance économique continue. La mise en place effective des politiques signifie que les risques d'inflation ont diminué. La pression pour les restrictions de capitaux est à la hausse en raison de la faiblesse du dollar et de la réticence de la Chine à laisser sa devise augmenter. Ces restrictions devraient être limitées et nous ne les considérons pas comme une menace pour les actions des marchés émergents. Actuellement, les perspectives de bénéfices pour les marchés émergents correspondent aux perspectives de l'ensemble des actions. Par ailleurs, la valorisation est plus ou moins alignée sur celle des marchés développés. Néanmoins, la dynamique est plus solide sur les marchés émergents et les perspectives économiques à long terme sont moins déprimées par le vieillissement de la population ou les dettes publiques. Nous n'avons pas de nette préférence parmi les marchés développés. Nous prévoyons que l'Amérique du Nord, l'Europe et le Pacifique vont tous être à la traîne, avec une marge similaire, par rapport aux marchés émergents. A première vue, l'Europe semble être la région développée la plus attractive étant donnée sa croissance économique relativement solide, mais la crise de la dette périphérique, silencieuse pour l'instant, est toujours là.

DONNÉES DES BÉNÉFICES ET VALORISATIONS DES RÉGIONS (MSCI AC WORLD)

	CROISSANCE DES BÉNÉFICES (%)			ECARTS D'ESTIMATIONS ST. (%)			INDICE. REV. BENE.		
	AF1	AF2	12M	ACTUEL	MOY. 10A	3M	1M	ACTUEL	MOY. 10A
AMÉRIQUE DU NORD	35,5	14,1	16,6	6,3	5,1	19,9	27,8	12,9	15,9
EUROPE	35,3	15,7	17,8	15,0	12,3	6,7	8,0	10,9	14,0
RÉGION PACIFIQUE	48,9	16,7	25,9	1,0	2,0	-5,4	-13,8	13,2	17,7
MARCHÉS ÉMERGENTS	30,6	17,2	19,1	13,3	9,2	12,4	13,6	11,7	10,7
AC WORLD	36,2	15,3	18,4	2,5	1,9	11,1	16,7	12,2	15,0

L'INDICE DES RÉVISIONS DES BÉNÉFICES EST CALCULÉ COMME LA DIFFÉRENCE ENTRE LE NOMBRE DE RÉVISIONS À LA BAISSÉ ET À LA HAUSSE PAR RAPPORT AU NOMBRE TOTAL DES RÉVISIONS.

SOURCE : THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Allocation sectorielle

PERFORMANCE DES SECTEURS (MSCI AC WORLD ; TOTAL DES RENDEMENTS NON COUVERTS EN EUROS)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3A	-5A
ÉNERGIE (11 %)	3,0%	2,6%	-3,9%	12,1%	-15,3%	11,4%
MATÉRIAUX (9 %)	4,1%	7,5%	4,8%	32,3%	-7,4%	58,6%
INDUSTRIE (10 %)	2,2%	2,3%	-1,3%	30,9%	-17,8%	10,4%
BIENS DE CONSOMMATION DISCRÉTIONNAIRES (10 %)	3,6%	6,7%	1,6%	36,3%	-3,4%	6,7%
BIENS DE CONSOMMATION DE BASE (10 %)	1,2%	2,9%	3,5%	24,5%	13,5%	37,0%
SANTÉ (8 %)	0,7%	2,4%	-1,8%	17,8%	1,1%	-0,1%
FINANCE (21 %)	1,4%	-2,6%	-4,7%	13,1%	-35,2%	-27,2%
TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION (12 %)	4,0%	2,6%	-5,2%	23,6%	-8,4%	6,8%
SERVICES DE TÉLÉCOMMUNICATION (5 %)	2,1%	4,9%	10,9%	26,9%	-11,6%	25,7%
SERVICES AUX COLLECTIVITÉS (4 %)	0,9%	-1,2%	-0,4%	16,2%	-16,2%	20,2%
AC WORLD (100 %)	2,3%	2,2%	-1,0%	21,9%	-14,3%	4,8%

SOURCE : THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Nous avons une préférence pour les secteurs cycliques par rapport au secteur financier. La phase de rebond initiale du cycle économique est terminée, mais la reprise n'est pas encore arrivée à échéance. Nous prévoyons donc que les secteurs cycliques vont en tirer parti, en particulier le secteur de la consommation cyclique et les biens industriels. La croissance de la classe moyenne internationale et les dépenses d'infrastructure sont des facteurs positifs à moyen/long terme, tandis qu'à court terme, les bénéfices restent étonnamment solides dans ces secteurs. Nous prévoyons donc une surperformance continue. Concernant les secteurs défensifs, nous préférons les télécommunications aux services publics, car ce secteur a une valorisation plus attractive associée à de meilleures révisions des bénéfices. Nous restons négatifs concernant le secteur financier. Si les perspectives se sont améliorées (les provisions pour créances sont en baisse), ce secteur va poursuivre sa procédure de désendettement, ce qui

signifie qu'il engendrera moins de résultats. Il est difficile de savoir quand les incertitudes concernant ce secteur se refléteront dans les cours des actions, mais les faibles révisions de bénéfices et la dynamique relative indiquent au moins que le secteur a des difficultés à générer des surprises positives.

DONNÉES DES BÉNÉFICES ET VALORISATIONS DES SECTEURS (MSCI AC WORLD)

	CROISSANCE DES BÉNÉFICES (%)			ÉCARTS D'ESTIMATIONS ST. (%)			INDICE. REV. BENE.		
	AF1	AF2	12M	ACTUEL	MOY. 10A	3M	1M	ACTUEL	MOY. 10A
ÉNERGIE	28,7	12,6	15,6	3,0	2,4	-12,0	-6,4	10,5	12,4
MATÉRIAUX	75,7	29,2	34,7	3,7	2,4	-0,8	9,4	11,9	13,2
INDUSTRIE	45,4	16,3	21,5	0,9	0,7	36,3	42,2	13,4	15,8
BIENS DE CONSO. DISCRÉTIONNAIRES	83,8	17,7	26,4	0,8	0,7	30,2	32,6	14,1	17,5
BIENS DE CONSOMMATION DE BASE	9,5	10,0	10,4	0,4	0,3	9,3	-2,6	14,6	16,5
SANTÉ	8,3	7,9	7,8	0,4	0,3	13,5	21,8	11,4	17,2
FINANCE	51,8	21,1	24,8	0,9	0,9	-2,3	0,5	10,9	12,2
TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION	61,8	11,2	16,5	0,5	0,4	16,1	27,4	13,3	21,3
SERVICES DE TÉLÉCOMMUNICATION	3,1	7,8	7,0	0,6	0,5	7,1	0,4	12,1	20,6
SERVICES AUX COLLECTIVITÉS	-1,3	7,4	4,2	0,8	0,7	-3,9	-5,9	12,4	13,5
AC WORLD	36,2	15,3	18,4	2,5	2,0	11,1	16,7	12,2	15,0

L'INDICE DES RÉVISIONS DES BÉNÉFICES EST CALCULÉ COMME LA DIFFÉRENCE ENTRE LE NOMBRE DE RÉVISIONS À LA BAISSÉ ET À LA HAUSSE PAR RAPPORT AU NOMBRE TOTAL DES RÉVISIONS.

SOURCE : THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Date de clôture du texte et des tableaux : 4 novembre 2010.

Dans nos textes et tableaux de données, nous ne faisons pas référence à des mois civils, mais fournissons une analyse rétrospective à partir de cette date de clôture.

Informations importantes

Ce document possède un caractère privé et confidentiel ; il est à l'usage exclusif de la personne à laquelle il a été remis par Robeco Gestions. Il ne peut être diffusé, reproduit ou publié partiellement ou intégralement à destination de tout tiers sans l'accord écrit préalable de Robeco Gestions. Les avis et opinions que Robeco Gestions est susceptible d'émettre notamment sur les marchés et/ou les instruments financiers ne peuvent engager sa responsabilité.

Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation en vue de la souscription à ces produits ; l'investisseur étant seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les supports choisis correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en matière de placement ou de financement, il doit prendre connaissance des prospectus de chaque OPCVM, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPCVM, notamment les prospectus complets et simplifiés, sont disponibles auprès de Robeco Gestions ou sur le site Internet www.robeco.fr.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur de l'investissement peut varier à la hausse comme à la baisse.

Robeco Gestions est agréé par l'AMF en tant que société de gestion depuis le 1er juillet 1997. N° d'agrément : GP 97-72