

● Les investisseurs en actions ignorent largement les bonnes nouvelles

● La faiblesse des taux favorise les obligations à haut rendement

Décembre 2010

Lettre mensuelle d'investissement

Nous tablons sur une hausse des actions des marchés émergents en 2011

- L'environnement favorable aux actions des marchés émergents contraste fortement avec les modestes perspectives de croissance du monde développé.
- Nous ne voyons pas pourquoi la tendance de surperformance à long terme des marchés émergents devrait s'interrompre aussi longtemps que les profils de croissance et de risque relatifs des pays émergents et des pays développés ne changent pas.
- Les marchés sont actuellement préoccupés par l'inflation chinoise qui est très élevée (+4,4% en octobre). Ceci a incité les autorités chinoises à relever leurs taux d'intérêt et le ratio des réserves obligatoires pour les banques.
- La plupart des économistes s'attendent à de nouveaux relèvements des taux au cours des prochains trimestres. Nous prévoyons, quant à nous, un ou deux relèvements supplémentaires de 25 points de base, mais nous pensons qu'une grande partie des nouvelles négatives est déjà incorporée dans les cours. Selon nous, la détérioration des attentes du marché relatives au resserrement de la politique économique chinoise a été excessive ces dernières semaines.
- Ce que les marchés oublient, c'est que le contexte inflationniste chinois n'implique pas automatiquement un coup de frein drastique de la banque centrale chinoise. Nous sommes d'avis que les autorités chinoises ne prendront pas le risque de provoquer une sévère contraction de la demande domestique dans le contexte mondial délicat actuel.
- Lorsque les investisseurs commenceront à prendre conscience que les perspectives en ce qui concerne la politique économique de la Chine ne sont pas aussi négatives que ce qu'ils croient, le marché des actions chinoises pourra profiter d'une nette amélioration du sentiment. Ceci sera également un facteur de soutien pour les actions des autres marchés émergents.
- En dehors de la croissance relativement élevée des économies émergentes et de notre attente d'une amélioration du sentiment à l'égard de la Chine, les flux de capitaux en provenance des économies développées continueront à soutenir les actions des marchés émergents. Nous ne prévoyons pas de changement à ce niveau.
- Les valorisations soutiennent également les actions des marchés émergents. Les marchés émergents se négocient à 11 fois le bénéfice des 12 prochains mois, contre un multiple de 12 pour les marchés développés. Nous ne pensons dès lors pas qu'une bulle spéculative s'est développée sur les marchés d'actions du monde émergent, comme certains investisseurs le prétendent.
- Lorsque l'aversion au risque des marchés diminuera – probablement une fois les craintes relatives à l'avenir de la zone euro dissipées –, les actions des marchés émergents continueront à faire mieux que les actions des marchés développés.



-10Y = 100, US\$, MSCI EM / MSCI World

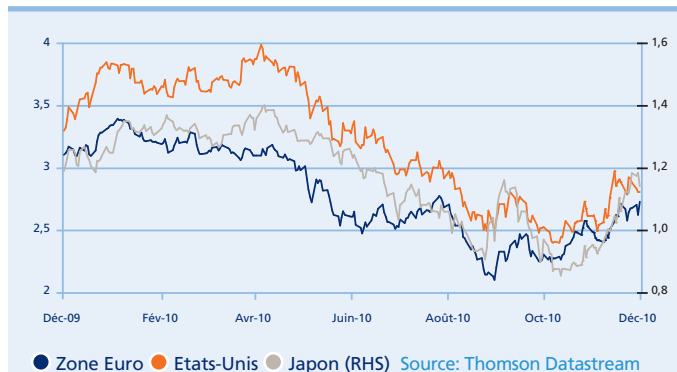
Source: Datastream

Performance relative des actions des pays émergents/développés

Répartition des actifs

Nous sommes neutres pour les actions par rapport aux obligations

- Nous maintenons notre position neutre pour les actions par rapport aux obligations. Nous sommes moyennement surpondérés en matières premières et légèrement surpondérés en valeurs immobilières.
- Les obligations d'entreprises continuent à bien performer et le second assouplissement quantitatif américain est favorable aux actifs risqués. Les nouvelles craintes relatives aux dettes souveraines et à l'inflation chinoise pèsent néanmoins sur le sentiment du marché.
- Nous pensons que la performance future sera davantage influencée par le rendement que par des 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

Les investisseurs en actions ignorent largement les bonnes nouvelles

- Le marché est à nouveau sous l'emprise des craintes relatives aux dettes souveraines européennes. En dépit de l'aide accordée à l'Irlande, le risque de contagion a augmenté.
- Le sentiment à l'égard des marchés émergents a, en outre, été affecté par les craintes inflationnistes et de resserrement monétaire (Chine). Ces dernières pourraient peser temporairement sur la surperformance des marchés émergents.
- L'amélioration des statistiques économiques, essentiellement dans les pays du noyau dur de la zone euro, et les solides bénéfices ont été largement ignorés.
- L'incertitude à propos des dettes souveraines des marchés développés et les craintes inflationnistes et de resserrement dans les marchés émergents devraient entraîner une volatilité élevée.
- Alors que la fin de l'année approche, il n'est pas improbable que les investisseurs réduisent leurs risques et prennent leurs bénéfices. Après tout, pour les investisseurs en euro, les actions mondiales ont procuré de solides rendements à deux chiffres depuis le début de l'année.
- Nous pensons que tous les ingrédients sont réunis pour que 2011 se révèle une bonne année pour les actions. Un retour en récession sera évité dans les économies émergentes et la croissance bénéficiaire sera positive partout.
- Les valorisations sont attrayantes, tant dans une perspective historique qu'en comparaison des autres classes d'actifs. Il y a d'importantes liquidités disponibles compte tenu des politiques monétaires souples et de l'assouplissement quantitatif.
- Enfin, les sociétés disposent de vastes moyens de trésorerie. La façon dont les sociétés dépenseront ces capitaux sera cruciale pour les marchés financiers.

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. Les pays du noyau dur performant bien, mais les craintes relatives aux dettes souveraines pèsent sur le sentiment du marché.
- Sous-pondération des États-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.
- Position neutre du Japon. Le pays affiche toutes les caractéristiques d'un pari contrariant à court terme (positionnement négatif, flux sortants et bon marché).

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 à privilégier les actions à haut dividende.

Obligations

La faiblesse des taux est favorable aux obligations à haut rendement

- Le contexte de modeste croissance, d'inflation modérée et de faibles taux à court terme des économies développées suggère que les taux des obligations d'État «sûres» devraient rester faibles pendant longtemps.
- Cet environnement de taux faibles a entraîné un coût d'emprunt exceptionnellement bas pour les grandes entreprises. Wal-Mart a ainsi récemment émis une obligation à 3 ans offrant un coupon de 0,75% et une note à 5 ans à 1,5%.
- En raison de la faiblesse des coupons, les investisseurs doivent prendre des risques supplémentaires pour obtenir un rendement supérieur. Ils s'intéressent ainsi aux obligations des marchés émergents, aux obligations aux échéances très longues et aux obligations à haut rendement.
- Les obligations à haut rendement sont actuellement très prisées. Le ren-

dement des obligations à haut rendement en EUR (hors obligations subordonnées des institutions financières) est proche de 14% depuis le début de l'année et est donc largement supérieur à celui des autres segments d'obligations d'entreprises.

- Les nouvelles émissions ont atteint des sommets historiques en 2010, incitant certains à se demander si une bulle spéculative se développe.
- Alors que les taux des obligations à haut rendement sont redescendus à leurs niveaux d'avant-crise, les primes (spreads) par rapport aux obligations d'État restent supérieures à leur moyenne historique, même si le nombre de faillites a fortement diminué.
- Par conséquent, nous n'estimons pas que les obligations à haut rendement sont surachetées. Nous les considérons comme l'une des classes d'actifs les plus intéressantes pour 2011.

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	2,9%	
Zone Euro	2,8%	
Japon	1,2%	
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.