

# MindScope

La quête de rendement reste un thème majeur pour les investisseurs.

« The search for yield »



**La quête de rendement**  
Investir dans un contexte de marchés turbulents

La quête de rendement des investisseurs est guidée par des facteurs tant structurels que tactiques. Dans notre MindScope “La quête de rendement” d’avril 2011, nous avons développé ces facteurs. Nous les résumons brièvement et les mettons à jour si nécessaire. Par ailleurs, nous examinons l’attrait tactique des actifs à haut rendement à la lumière des turbulences sur les marchés.

### Faible croissance nominale causée par le vieillissement et le processus de désendettement

Le principal facteur structurel responsable de la quête de rendement est l’évolution démographique dans la plupart des pays. Le vieillissement de la population a en effet un impact considérable sur l’économie et les marchés financiers. Il freine la croissance de la production : la population active se contracte, tandis que la productivité des seniors est relativement faible. L’OCDE a calculé qu’au cours des trois prochaines décennies, la croissance du produit intérieur brut (PIB) du monde développé pourrait diminuer de près d’un tiers par rapport au passé récent, redescendant ainsi à environ 1,7% par an<sup>1</sup>. Bien sûr, des mesures sont et seront prises pour contrer une telle réduction de la génération de surplus économique, mais nous ne pensons pas qu’elles pourront totalement compenser les effets du vieillissement.

En outre, la crise du crédit de 2008/2009 et le processus de désendettement qui a suivi ont entraîné un ralentissement de la croissance économique. Les gouvernements doivent réduire leur déficit budgétaire qui a explosé au cours de ces dernières années en raison de la multiplication des stimulants budgétaires. Les banques doivent ajuster leurs bilans en fonction de l’économie réelle et les consommateurs ont toujours trop de dettes et une épargne insuffisante. On s’attend dès lors à ce que la croissance des économies développées demeure inférieure à la moyenne à long terme au cours des prochaines années.

### Croissance plus faible, rendements plus modestes

La faible croissance nominale se reflète théoriquement par un faible rendement des marchés financiers au niveau agrégé. Les rendements agrégés des futurs plans de pension et d’épargne devraient donc rester relativement modestes au cours de la prochaine décennie. Par conséquent, en dehors du fait que de moins en moins de personnes produiront le surplus économique alors que de plus en plus d’individus en dépendront, il ne faut pas s’attendre à des rendements élevés des plans d’épargne ou de pension pour alléger la pression. Le nombre de travailleurs, leur épargne et leurs rendements potentiels seront incompatibles avec le financement nécessaire dans le futur. Ceci incitera à épargner davantage et à tenter d’engranger un rendement maximal pour un risque acceptable inférieur au niveau des marchés financiers agrégés. Cette quête de rendement sera dès lors le facteur prépondérant pour les marchés des capitaux au cours de la prochaine décennie.

### Glissement des préférences au niveau des classes d’actifs

Au-delà du niveau agrégé, la tendance au vieillissement influence les préférences pour les classes d’actifs. Les individus amassent en effet des capitaux durant leur vie active et commencent à “désépargner” lorsqu’ils partent à la retraite. La théorie financière suggère qu’à mesure qu’ils approchent de leur période de désépargne, les investisseurs ont tendance à privilégier les placements peu risqués tels que les obligations d’État à long terme. En d’autres termes, ces investisseurs réduisent leurs risques. Généralement, ce phénomène entraîne un glissement des actions vers les obligations. Sur le plan institutionnel, cela se traduit par une plus grande concordance (de la durée) entre les actifs et les passifs, ce qui incite nombre de fonds de pension et de compagnies d’assurances à acheter du papier d’État à long terme. Ceci est accentué par le renforcement de la réglementation financière. Ce processus a contribué à une forte baisse des rendements des obligations à long terme (voir graphique ci-dessous, données au 1er septembre 2011).

Graphique 1 Taux obligataires à 10 ans (%)  
10-yr government bond yields (%)



Sources : Thomson Reuters Datastream, ING IM

<sup>1</sup> Organisation pour de coopération et de développement économiques (2006), *Live Longer, Work Longer*

## Les craintes souveraines et le ralentissement cyclique ont entraîné une fuite vers la qualité

À un niveau plus tactique, l'aversion au risque accrue – en raison des craintes relatives à la dette souveraine tant aux États-Unis qu'en Europe et du ralentissement cyclique de la croissance mondiale (exacerbé par ces craintes) – a contribué à une accélération du déclin des rendements des obligations d'État. La fuite vers la qualité des investisseurs a provoqué un impressionnant rallye vers les obligations d'État AAA (et AA+) les plus liquides, comme les Bunds allemands et les Treasuries américains.

Le ralentissement de l'économie mondiale est surtout évident dans les économies (développées) caractérisées par un processus de désendettement des ménages et du secteur financier. Néanmoins, les pays du cœur de l'Europe ainsi que les marchés émergents sont également touchés via un repli de la demande extérieure. La décélération est essentiellement imputable à deux facteurs. Premièrement, la flambée des prix pétroliers et le désastre japonais du premier trimestre de 2011 ont davantage affecté la croissance de la demande domestique des marchés développés que ce qui était anticipé au départ. Deuxièmement, les craintes relatives à la capacité des autorités des deux côtés de l'Atlantique à faire face aux défis auxquels elles sont confrontées se sont accrues. Aux États-Unis, la politique budgétaire devrait ainsi être resserrée à court terme sans qu'une solution ait été trouvée pour le long terme et en Europe, le risque systémique a augmenté.

L'aversion au risque a donc augmenté, ce qui est susceptible d'enclencher un cercle vicieux alimenté par les conditions financières et la confiance, d'une part, et la croissance, d'autre part.

Les banques centrales ont exprimé leurs inquiétudes en ce qui concerne les perspectives de croissance. La Réserve fédérale a fait savoir qu'elle avait l'intention de maintenir le taux des Fed funds au niveau actuel au cours des deux prochaines années, suggérant implicitement que le contexte de faible croissance et de faibles rendements devrait se maintenir à moyen et à long terme. Entre-temps, la BCE a une fois de plus prolongé ses adjudications de liquidités sans limite d'octroi et on ne prévoit plus de relèvement des taux cette année. Alors que ceci devrait être bénéfique, il faut garder à l'esprit que l'efficacité de la politique monétaire est toujours amoindrie.

Globalement, nous nous attendons à ce que les rendements obligataires restent modérés au cours des prochains trimestres.

## Les investisseurs se focaliseront davantage sur les différentiels de taux et les revenus

Selon ING Investment Management (ING IM), les investisseurs seront tentés de rechercher des rendements excédant ceux des classes d'actifs 'plus sûres' comme le

papier d'État. En outre, une grande partie des 'flux vers les placements refuges' qui ont conduit au récent déclin des rendements obligataires devrait retourner vers les actifs aux rendements plus élevés dès que le sentiment du marché se sera amélioré structurellement.

En dehors de ce glissement au niveau des classes d'actifs dans un contexte de faibles taux et de faibles rendements, les investisseurs ne compteront probablement plus tellement sur les plus-values et se focaliseront plutôt sur les différentiels de taux (spreads) et la composante 'revenus' au sein du rendement total de leurs placements. Au niveau obligataire, les obligations d'entreprises – en particulier les obligations à haut rendement – et les obligations des marchés émergents offrent, selon nous, les meilleures opportunités car ces deux catégories affichent des fondamentaux sains. Au niveau des actions, les stratégies à haut dividende devraient faire partie des principaux bénéficiaires de la quête de rendement.

## Haut rendement



Hans Stoter, Directeur de la Gestion « Crédits » chez ING Investment Management, partage avec nous ses prévisions pour les obligations d'entreprises et les obligations à haut rendement en particulier.

### Hans, le sentiment des marchés financiers a été sévèrement affecté par le problème de la dette tant en Europe qu'aux États-Unis. Quel est l'impact sur le marché des obligations à haut rendement?

Nous ne distinguons pas d'impact direct de la crise de la dette en Europe et aux États-Unis sur les fondamentaux des obligations d'entreprises. Une crise souveraine prolongée des deux côtés de l'Atlantique finira par entraîner des coupes budgétaires qui pèseront sur la croissance économique. Si ce phénomène est très prononcé, il aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, ce qui entraînera une détérioration des fondamentaux des obligations d'entreprises. Toutefois, notre scénario central prévoit une croissance certes faible, mais positive, qui sera suffisante pour que les entreprises à haut rendement maintiennent leurs cash-flows à un niveau satisfaisant.

L'impact indirect de la crise de la dette prend la forme d'une hausse de l'aversion au risque des investisseurs entraînant des perspectives techniques négatives. Compte tenu de la

liquidité relativement faible du marché, des ventes restreintes peuvent provoquer un net repli des cours pour certaines obligations.

En raison de l'aversion au risque, les investisseurs ont réduit la pondération des classes d'actifs plus risquées, surtout les actions mais aussi, dans une certaine mesure, les obligations à haut rendement. Les spreads des obligations d'entreprises se sont élargis à la suite du manque de liquidité et de la fuite vers la qualité. Eu égard à l'aversion au risque, le marché des obligations à haut rendement est confronté à des pressions techniques à court terme.

**Quelles sont les perspectives à court et à long terme pour nos stratégies à haut rendement et comment ces perspectives influenceront-elles les politiques d'investissement des fonds à haut rendement d'ING IM?**

Après les importants flux vers les actifs à haut rendement observés au cours de ces dernières années, la tendance s'est inversée en juin, juillet et août car les investisseurs ont échangé leurs actifs risqués contre les obligations d'État les plus liquides comme les Treasuries américains et les Bunds allemands. Étant donné que les fondamentaux des obligations d'entreprises se sont améliorés substantiellement au cours des deux dernières années, nous restons positifs pour les perspectives des obligations à haut rendement. Notre scénario central prévoit une croissance faible, mais positive dans les marchés développés et estime qu'un retour en récession sera évité. Dans un tel contexte, le marché des obligations d'entreprises devrait bien se comporter car les entreprises restent conservatrices et axées sur le désendettement de leur bilan.

Nos stratégies à haut rendement sélectionnent des sociétés ne nécessitant pas une forte croissance économique pour se développer dans le cadre de leur structure de capital. Elles ne choisissent pas des entreprises confrontées à des remboursements à court terme et requérant un refinancement. Nos portefeuilles mondiaux à haut rendement sont actuellement surpondérés en obligations à haut rendement asiatiques, qui ne sont pas affectées par le problème de la dette souveraine des marchés développés. Nous sommes, par ailleurs, sous-pondérés dans les émetteurs à haut rendement les plus risqués. Nous sommes prudents pour le secteur des biens de consommation durables.

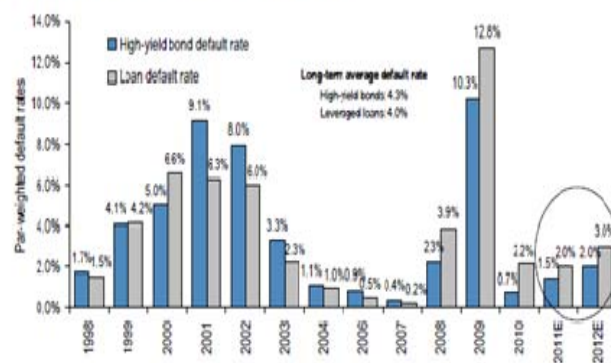
Les fondamentaux des obligations d'entreprises restent solides car les sociétés sont très efficaces en ce qui concerne la gestion de leur bilan via la diminution des coûts et la réduction des charges d'intérêts et/ou de l'endettement. L'amélioration des fondamentaux des obligations d'entreprises a également entraîné davantage de révisions haussières des ratings que de révisions baissières depuis presque deux ans. Selon les études des banques d'investissement, pas moins de 14% du marché à haut rendement américain devrait passer dans la catégorie investment grade dans un futur proche. Ceci renforce notre opinion selon laquelle les fondamentaux des obligations à haut rendement restent sains. En outre, le glissement

d'obligations à haut rendement vers la catégorie investment grade réduira la taille globale du marché des obligations à haut rendement, ce qui entraînera un contexte technique plus favorable.

Les défauts de paiement sont quasi inexistantes et devraient demeurer peu nombreux au cours des 12 à 24 prochains mois dans pratiquement tous les scénarios économiques. Des événements tels que le récent déclassement du rating du papier d'État américain n'auront pas d'influence sur les prévisions de défaut.

**Graphique 2 Le taux de défaut devrait rester faible jusque fin 2012**

Default rates are expected to remain low through 2012



Note: 2010 default rates represent the Ibm numbers as of November.  
Source: J.P. Morgan

Sources: BRI, BofA Merrill Lynch Global Research

**Pourriez-vous dire quelque chose à propos de vos prévisions de rendement? Sont-elles affectées par les récents développements sur les marchés?**

Dans une perspective à 12 mois, nous prévoyons un rendement total se situant dans la partie haute des résultats à un chiffre. Le cours moyen des indices à haut rendement est descendu sous 100% (ce qui offre un potentiel de hausse raisonnable), avec des rendements de l'ordre de 8,5%. Nous pensons que les spreads pourraient se contracter compte tenu des perspectives en matière de fondamentaux. Ces derniers ne devraient en effet pas se détériorer au cours des 12 prochains mois. La génération de cash-flows, qui s'est fortement redressée en 2009 et 2010, devrait rester élevée en 2011, ce qui permettra aux entreprises de réduire leur endettement via le remboursement de leurs dettes.

## Obligations des marchés émergents



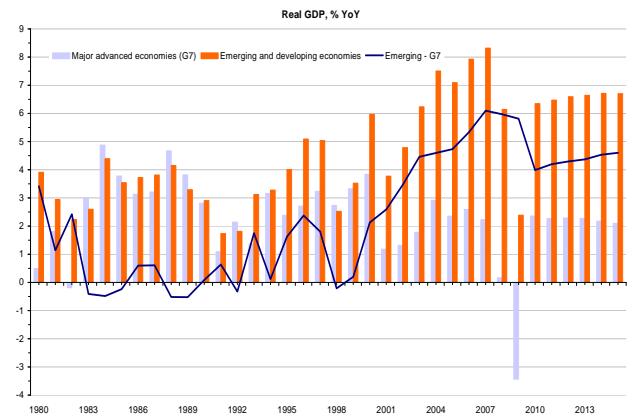
Rob Drijkoningen, Directeur de la Gestion « Dette des Marchés Émergents » chez ING Investment Management, explique que les solides fondamentaux des marchés émergents soulignent l'attrait de cette classe d'actifs – en particulier dans le contexte actuel.

### Les marchés émergents effectuent un mouvement de rattrapage

Grâce à une stricte discipline macroéconomique et à l'amélioration du climat des affaires en général, les marchés émergents ont entamé un mouvement de rattrapage accéléré par rapport au monde développé depuis le début du nouveau millénaire. La mondialisation et les progrès technologiques ont contribué à une réduction des barrières commerciales et à une croissance exponentielle des flux de capitaux transfrontaliers. Le différentiel entre la croissance du PIB des marchés émergents et celle des marchés développés a atteint un sommet de 6% en 2007 et s'est désormais stabilisé à près de 4%. Nous estimons qu'un différentiel de croissance de 4 à 5% est possible à moyen et à long terme.

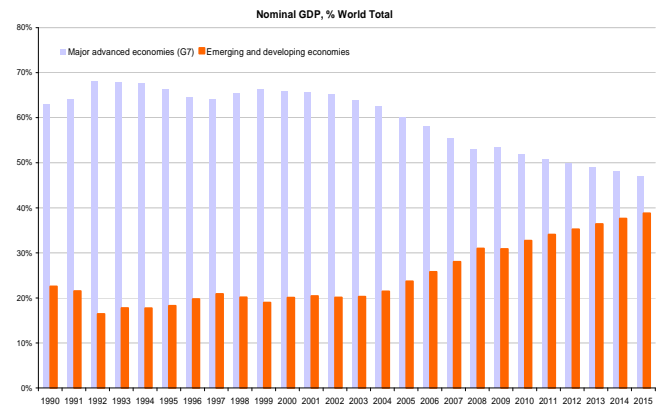
Des facteurs endogènes tels qu'une croissance supérieure de la productivité et une évolution démographique favorable (accroissement plus rapide de la population et disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée) ont accéléré le mouvement de rattrapage des marchés émergents. La croissance de la productivité est structurellement plus élevée dans les économies émergentes que dans le monde développé. Les raisons fondamentales sont multiples, mais la principale est la sous-utilisation des ressources combinée au développement du cadre technologique et institutionnel. Ce potentiel de productivité supérieur a attiré des capitaux du monde développé sous la forme d'investissements directs étrangers (IDE). Ceci a clairement contribué à accroître la part des marchés émergents au sein de l'économie mondiale. Cette part est passée de 20% il y a dix ans à 34% en 2010 et devrait excéder 39% d'ici 2015 (sur la base du PIB nominal).

Graphique 1 Taux de croissance réelle des marchés émergents et du G7



Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2010

Graphique 2 Part des économies émergentes dans le PIB mondial (PIB nominal en % du total mondial)



Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2010

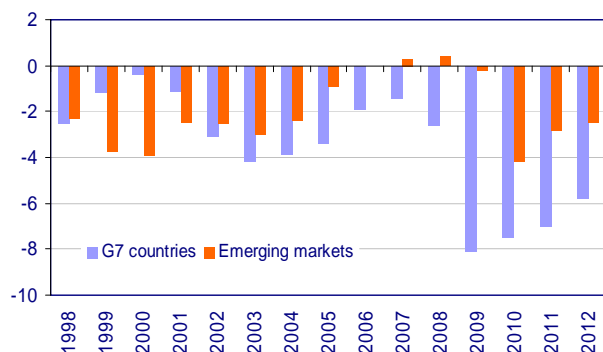
### Les pays émergents affichent des soldes budgétaires sains

La crise financière de la dernière décennie – la principale crise financière et économique depuis les années 1930 – a constitué un véritable test de résistance, qui a consacré le succès de la croissance et des réformes des marchés émergents. Les marchés émergents sont alors devenus le principal moteur de la croissance mondiale, affichant une croissance moyenne du PIB de 2,4% en 2009 tandis que les économies développées (G7) enregistraient une sévère contraction de 3,4% du PIB en moyenne (graphique 1). Durant la même période, les économies émergentes ont continué à dégager des excédents courants, ont maintenu un niveau d'endettement tenable et ont été en mesure de mener des politiques budgétaires et monétaires accommodantes pour soutenir la croissance.

L'évolution des soldes budgétaires des marchés émergents en comparaison de ceux des économies du G7 témoigne également de cette tendance : après la crise asiatique et la crise russe des années 1990, les déficits budgétaires des marchés émergents étaient supérieurs à ceux du G7, mais depuis 2002, ils ont diminué structurellement en termes tant absolus que relatifs. En 2009, le déficit budgétaire des

marchés émergents correspondait à la moitié de celui du G7 et on s'attend à ce que l'écart entre les deux zones persiste au cours des trois à cinq prochaines années eu égard au radical ajustement budgétaire nécessaire dans le monde développé (graphique 3).

**Graphique 3 Soldes budgétaires des marchés émergents et développés (% du PIB)**

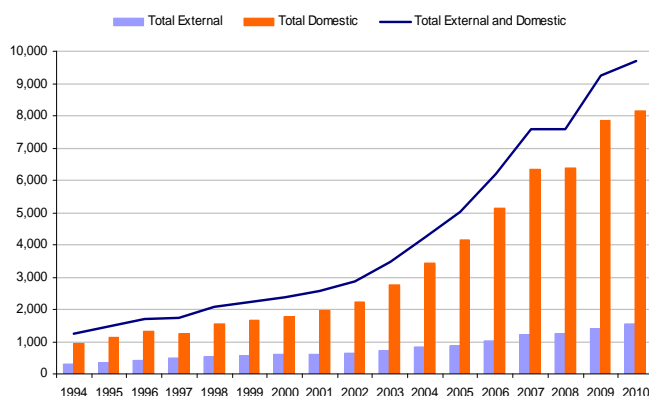


Sources : EIU, CS, Datastream

### L'encours des obligations des marchés émergents connaît une croissance exponentielle

A partir de 2002, les obligations des marchés émergents ont connu un énorme essor, comme l'illustre le graphique 4. Du côté de l'offre, ce phénomène a été soutenu par une nette amélioration des fondamentaux des pays émergents et de leur contribution à la production et à la croissance mondiales, ce qui a entraîné une hausse de l'encours des obligations en termes absolus. Du côté de la demande, la quête généralisée de rendement a incité les investisseurs étrangers à s'intéresser à la région pour des raisons stratégiques. Chez les investisseurs institutionnels domestiques, la demande pour une plus grande gamme d'opportunités de placement dans la devise locale a également augmenté.

**Graphique 4 Croissance de l'encours total des obligations des marchés émergents (milliards de \$)**



Sources : BRI, BofA Merrill Lynch Global Research

En raison de restrictions légales et d'une préférence pour les placements domestiques, les investisseurs institutionnels du

monde développé sont pour l'instant structurellement sous-investis en obligations des marchés émergents. Toutefois, on s'attend à ce que les fonds de pension d'Amérique du Nord et d'Europe accroissent leur pondération stratégique des obligations des marchés émergents sous l'impulsion de leur désir de compenser les pertes subies durant la crise financière mondiale, d'une part, et des pressions en faveur d'une diversification des expositions, d'autre part. L'importance des marchés émergents ne peut entre-temps plus être ignorée, y compris au niveau des marchés des capitaux.

Les ajustements stratégiques des pondérations se justifient également par le fait que les obligations des marchés émergents ne constituent actuellement que près de 11% du marché obligataire mondial alors que les économies émergentes représentent déjà 34% de la production mondiale. Il faut par conséquent s'attendre à ce que l'écart continue à diminuer.

Les gouvernements des marchés émergents s'efforcent de plus en plus de développer leur marché obligataire en devise locale. En dehors de l'avantage du bon fonctionnement des marchés des capitaux locaux, les gouvernements sont désireux d'emprunter dans leur propre devise afin de réduire leur vulnérabilité face à des chocs économiques externes. On s'attend à une augmentation de la part des économies émergentes dans la production mondiale à moyen terme, ce qui se traduira par une accélération de leurs besoins de financement. Les obligations en devises locales sont dès lors appelées à croître encore davantage au cours des prochaines années.

Bien que les obligations d'État en devises locales et les obligations d'entreprises en monnaies fortes aient devancé les obligations d'État en monnaies fortes, les actifs gérés et les pondérations stratégiques de ces premiers segments restent à la traîne. Les obligations d'État en monnaies fortes représentent en effet toujours près de trois quarts des obligations des marchés émergents sous gestion. Nous nous attendons à un ajustement rapide de ce déséquilibre mondial en matière d'allocations et continuons à observer de robustes flux financiers en direction des catégories d'obligations des marchés émergents les moins représentées.

## Haut dividende



**Nicolas Simar, Directeur de la Gestion actions « High Dividend » chez ING IM, estime que l'importance du rendement du dividende augmentera dans un contexte de faible croissance et de rendements modestes.**

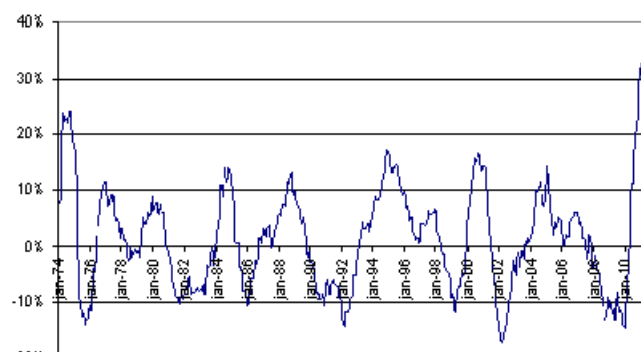
Les actions distribuant un dividende élevé offrent une opportunité de placement attrayante alors que la croissance est plutôt faible dans les marchés développés et entraîne des rendements inférieurs, que le marché des obligations d'État ne constitue guère une alternative et que le potentiel de hausse des actions sensibles à la conjoncture diminue. L'importance des dividendes au sein du rendement total d'un portefeuille d'investissement est appelée à augmenter dans un tel environnement.

Pour l'instant, le rendement du dividende excède les rendements du papier d'État, tandis qu'en Europe, il dépasse aussi le rendement moyen des obligations d'entreprises (investment grade) dans certains secteurs. C'est notamment le cas dans des secteurs défensifs tels que les télécoms, les soins de santé et les services aux collectivités.

Les perspectives à court et à moyen terme pour les dividendes restent plutôt favorables, en dépit de la détérioration de la croissance économique mondiale. Nos stratégestes s'attendent à ce que la croissance bénéficiaire soit nulle aux États-Unis et en Europe en 2012. Étant donné que la croissance des dividendes est restée clairement à la traîne par rapport à la solide croissance des bénéfices de ces dernières années, cela ne signifie pas pour autant que la croissance des dividendes sera également nulle. Beaucoup dépendra de l'évolution des marges bénéficiaires. Nous estimons en tout cas que le risque de révision à la baisse des dividendes est très faible car les entreprises sont en bonne santé, surtout en comparaison de leur situation lors de la dernière récession de 2008.

## Graphique 5 Différentiel de croissance entre les bénéfices et les dividendes

Growth gap between earnings and dividends



Sources : Thomson Reuters Datastream, ING IM

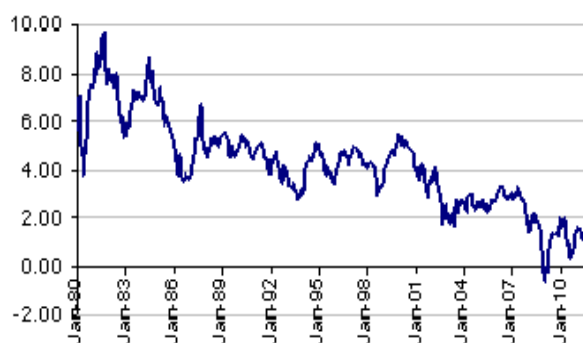
Les sociétés affichent actuellement des bilans très sains et de confortables moyens de trésorerie. Dans un récent rapport, l'agence de notation Moody's a révélé que les sociétés américaines qu'elle suit (au nombre de plus de 1.600) disposaient de \$ 1.200 milliards de liquidités à la fin de 2010. Ceci est un facteur de soulagement pour les investisseurs en ce qui concerne les paiements de dividendes. Les entreprises affichent également de faibles stocks, tandis que les marges bénéficiaires se situent à des sommets historiques. Nous ne prévoyons pas d'effondrement de ces marges en cas de poursuite du ralentissement de la croissance. Lors de la reprise qui a suivi la crise du crédit, les sociétés sont en effet restées prudentes en matière de reconstitution des stocks, d'investissements en biens d'équipement et d'embauche.

Dans une perspective à plus long terme, les dividendes apportent la principale contribution au rendement total des portefeuilles d'actions. Alors que le rendement du dividende procure la principale contribution au rendement total des actions, il est aussi la seule source de rendement positive dans le temps (2009 étant l'exception à la règle car nombre de sociétés ont abaissé leur dividende durant la crise financière), alors que tant les plus-values que la croissance des dividendes peuvent afficher des chiffres négatifs. Ceci fait de la politique de dividende une source stable de rendement avec des caractéristiques défensives. Un autre facteur majeur est l'avantage compétitif des dividendes en comparaison des bénéfices : la croissance des dividendes est beaucoup moins volatile que la croissance des bénéfices, en particulier en période de contraction de l'économie.

Au cours de ces dernières semaines, la crise de la dette souveraine de la zone euro, l'incertitude budgétaire aux États-Unis qui a entraîné un déclassement de la dette (de AAA à AA+) par S&P et les doutes croissants quant aux perspectives de la croissance économique ont miné le sentiment et provoqué une sévère correction des marchés d'actions. L'incertitude sur les marchés entraîne une hausse de la volatilité et des corrélations entre les classes d'actifs, ainsi que des délais de plus en plus courts pour les décisions d'investissement. Ce contexte de marché n'est en effet pas très favorable à notre sélection d'actions bottom-up

car les investisseurs vendent leurs positions à tort et à travers sans considérer leurs fondamentaux. Il est en revanche positif que les bilans des sociétés soient cette fois très solides. Ceci nous rassure quant aux paiements de dividendes et/ou aux programmes de rachat d'actions propres. Parallèlement, les valorisations semblent attrayantes compte tenu d'un rendement du dividende proche du rendement des obligations aux États-Unis. En comparaison des rendements obligataires, le rendement du dividende n'est pour l'instant guère éloigné des planchers de 2009 (voir graphique).

**Graphique 6 Rendement obligataire et rendement du dividende (%)**



Sources : Thomson Reuters Datastream, ING IM





### Conclusion : la quête de rendement perdurera

La quête de rendement est un thème majeur dans le domaine des investissements et nous pensons qu'il le restera au cours des prochaines années. Des facteurs structurels tels que le vieillissement de la population et la croissance nominale modérée dans les économies développées y contribueront. Entre-temps, les chocs sur les marchés incitent à se focaliser davantage sur les caractéristiques de risque/rendement d'un investissement. Ceci explique pourquoi les placements affichant une composante de revenus stables retiennent clairement l'attention des investisseurs. Nous sommes dès lors positifs pour les obligations à haut rendement et les obligations des marchés émergents dans le domaine obligataire, ainsi que pour les stratégies d'actions à haut dividende.

#### Avertissement légal

Les éléments contenus dans ce document ont été préparés dans un but exclusivement informatif et ne constituent pas une offre, ni un prospectus, une invitation ou une recommandation personnalisée appelant à traiter, à acheter ou vendre un produit d'investissement quel qu'il soit ou à participer à une quelconque stratégie d'investissement. 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 comprenant une recommandation d'investissement personnalisée 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 investissement. Aucune responsabilité, directe ou indirecte, n'est assumée s'agissant d'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 instruments financiers mentionnés dans le présent document comportent leurs propres risques et sont régis par une documentation contractuelle spécifique. Chaque investisseur doit prendre connaissance de cette documentation et plus particulièrement au sein de cette documentation de la description des risques attachés à l'investissement, avant de conclure 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.