

---

**ING Investment Management**

# Bilan et perspectives

4<sup>ème</sup> trimestre 2011

## Table des matières

<b>Synthèse</b>	3
<b>Aperçu des marchés financiers et de l'économie</b>	4
Répartition des actifs (actions/obligations)	4
Un énorme impact politique	4
<b>Economie et marchés financiers</b>	5
Principaux facteurs économiques	5
Obligations	7
Economie et marchés obligataires: perspectives	10
<b>Marchés d'actions</b>	14
Perspectives	15

# Synthèse

## 1. Économie et marchés financiers : rétrospective

- Les actions mondiales ont progressé de 11%, après un troisième trimestre dramatique (-10%). Aux États-Unis, l'accès de faiblesse économique semble avoir pris fin eu égard aux surprises positives au niveau du marché du travail et de la consommation.
- En novembre, la crise de l'euro a commencé à toucher des pays du noyau dur de la zone comme l'Autriche, les Pays-Bas et même l'Allemagne. Ceci a incité les chefs de gouvernement à adopter des mesures allant dans la direction d'une union budgétaire.
- La Banque centrale européenne a continué à acheter avec parcimonie des obligations d'État d'Italie et d'autres pays périphériques.
- À 1,9% aux États-Unis et 1,8% en Allemagne (au 31/12), les taux des obligations d'État sont restés proches de leurs planchers historiques.
- Les primes de risque des segments obligataires risqués ont diminué par rapport à leurs sommets du début du trimestre, mais se situent encore à des niveaux élevés.
- Par rapport au début du trimestre, l'euro a concédé plus de 3% vis-à-vis du dollar.
- Sous la conduite de Mario Draghi, son nouveau président, la BCE a abaissé son taux officiel de 0,25% tant en novembre qu'en décembre (le ramenant à 1%). La banque centrale a adopté de nouvelles mesures afin de procurer massivement des liquidités aux banques.

## 2. Politique menée

- Après avoir ramené en octobre la pondération des obligations d'entreprises investment grade en position neutre, nous avons pour nos portefeuilles obligataires larges un positionnement neutre pour quasiment toutes les catégories. À long terme, nous restons positifs pour les segments obligataires plus risqués.
- Au sein des portefeuilles mixtes, nous sommes passés durant les premiers jours de décembre d'une sous-pondération des actions à une position neutre vis-à-vis des obligations.
- Dans nos portefeuilles d'actions régionaux, nous privilégions début décembre le Japon et les marchés émergents;

## 3. Economie et marchés financiers : perspectives

- Pour 2012, nous prévoyons une croissance mondiale de 3% (contre environ 3,5% en 2011), avec une croissance inférieure à la moyenne dans les économies développées et une croissance en repli, mais toujours solide dans le monde émergent.
- Après l'accès de faiblesse des deuxième et troisième trimestres, l'économie américaine connaît à nouveau une phase de croissance raisonnable. Compte tenu de la hausse attendue des revenus réels, cette croissance pourrait se poursuivre.
- En Europe (ainsi qu'au Royaume-Uni), nous prévoyons une légère récession de deux ou trois trimestres à partir du quatrième trimestre de 2011 (croissance de la zone euro en 2012 : -0,2%). La crise de l'euro pèse sur la confiance, non seulement des investisseurs et aussi des entreprises et des ménages.
- En ce qui concerne la crise de l'euro, nous nous attendons à ce que les chefs de gouvernement européens finissent par trouver des solutions. Après les décisions en direction d'une union budgétaire prises en décembre, des mesures plus poussées restent nécessaires, de même qu'un mécanisme (BCE) pour restaurer la confiance sur le plan structurel.
- Notre scénario central prévoit un repli des bénéfices des sociétés américaines (entre 0% et -3%) et européennes (entre -5 et -10%) en 2012.
- Les actions des entreprises distribuant des dividendes supérieurs à la moyenne et affichant des ratios bilantaires sains offrent, selon nous, le meilleur potentiel.
- La Réserve fédérale devrait poursuivre sa politique monétaire très souple (avec un taux de base proche de 0%). Le chômage est, pour sa part, orienté à la baisse, mais toujours trop élevé.
- Nous tablons sur un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE.
- Selon nous, les taux des obligations d'État (États-Unis, Allemagne, Pays-Bas) resteront temporairement faibles.

# Aperçu des marchés financiers et de l'économie

## Répartition des actifs (actions/ obligations)

*Les investisseurs ont continué à passer rapidement et massivement d'un appétit du risque élevé à une forte aversion au risque et vice versa. Début décembre, nous avons décidé de ramener notre sous-pondération des actions par rapport aux obligations à une pondération neutre.*

Les développements sur les marchés obligataires de la zone euro et les réactions des responsables politiques et de la Banque centrale européenne ont continué à retenir toute l'attention des investisseurs, avec chaque fois l'espoir d'une percée lors des sommets européens faisant ensuite place à la déception quant aux résultats obtenus.

## Un énorme impact politique

Ces développements ont eu un énorme impact politique dans les divers pays. Des nouveaux gouvernements (de technocrates) ont ainsi vu le jour en Grèce et en Italie. Les marchés ont considéré le fait que ces gouvernements puissent opérer avec plus de fermeté comme positif, mais n'ont jusqu'à présent pas récompensé l'approche plus dynamique du nouveau ministre-président italien Mario Monti en se contentant, par exemple, de primes de risque plus faibles sur les emprunts d'État italiens.

### Maillons manquants

Les investisseurs se sont focalisés sur les maillons manquants qui rendent la zone euro vulnérable. Celle-ci a ainsi besoin d'une banque centrale prête à agir en tant que 'prêteur de dernier recours' pour les pouvoirs publics, à l'image de la Réserve fédérale ou de la Banque d'Angleterre. La Banque centrale européenne n'a jusqu'à présent pas voulu endosser ce rôle. Un autre maillon faisant jusqu'à présent défaut est l'introduction d'euro-obligations (dont il a souvent été question, notamment à l'instigation de la Commission européenne).

Les mesures allant dans la direction d'une union budgétaire sont globalement positives, mais insuffisantes pour restaurer de façon structurelle la confiance des investisseurs dans la zone euro. Le manque de confiance sur les marchés financiers se répercute entre-temps sur l'économie réelle de la zone euro, notamment par le biais du comportement des entreprises et des consommateurs. L'accent mis sur l'austérité par les chefs de gouvernement contribue à leur méfiance. Des économies sont certes nécessaires, mais si tous les pays adoptent simultanément une politique d'austérité, la croissance économique se repliera encore davantage et les recettes fiscales diminueront. Ceci est davantage susceptible de compliquer la gestion des déficits publics que de l'assainir. Une stratégie axée sur la croissance doit donc être menée parallèlement. Les pays disposant d'une marge de manœuvre (comme l'Allemagne et les Pays-Bas) devraient ainsi laisser leur déficit public augmenter quelque peu pour que l'objectif à long terme de tous les pays de la zone euro, soit la réduction des déficits publics, puisse être atteint. Les abaissements de taux réalisés en novembre et en décembre par le nouveau président de la BCE Mario Draghi (qui ont ramené le taux de base à 1%) peuvent contribuer à améliorer le contexte de croissance de la zone euro, mais ne sont pas suffisants.

### De grandes incertitudes

L'éclatement de la zone euro est susceptible d'entraîner une récession de plusieurs années en Europe, avec de graves conséquences pour l'économie mondiale. Nous sommes dès lors toujours d'avis que les chefs de gouvernement finiront par prendre les mesures nécessaires afin d'assurer un avenir stable à la zone euro. La voie à emprunter sera cependant parsemée d'incertitudes.

### Des signaux plus positifs pour les actions nous incitent à adopter une pondération neutre

Durant le trimestre, les signaux quantitatifs des actions sont devenus moyennement positifs grâce à une stabilisation de la tendance cyclique (à un faible niveau) et à une légère amélioration de la tendance des marchés d'actions. Ce signal quantitatif positif, la politique monétaire plus souple de la zone euro et de certains pays émergents, les indicateurs économiques dépassant les attentes aux États-Unis et le positionnement prudent des investisseurs en actions nous ont incités à ramener au début du mois de décembre notre sous-pondération des actions (par rapport aux obligations) à une pondération neutre. Bien que les chefs de gouvernement n'aient pas trouvé la solution ultime lors du dernier sommet européen, des mesures allant dans la bonne direction ont été prises. L'issue du sommet ne nous incite globalement pas à modifier notre position neutre des actions.

# Economies et marchés financiers

## Principaux facteurs économiques

### Croissance économique

#### États-Unis

Après l'accès de faiblesse des deuxième et troisième trimestres, l'économie a affiché une croissance raisonnable. Une amélioration sur le marché du travail soutient la consommation. En novembre, le taux de chômage est redescendu à 8,6% (contre 9% en octobre). Le nombre d'inscriptions au chômage est, pour sa part, retombé en décembre à son niveau le plus faible depuis mai 2008.

#### Zone euro

Nous prévoyons une légère récession pour la zone euro (et le Royaume-Uni). Pour la zone euro, nous tablons sur une contraction économique de 0,2% pour l'ensemble de 2012.

L'activité économique de la zone euro s'est repliée en décembre pour le quatrième mois consécutif, comme en témoigne l'enquête des directeurs d'achats du secteur des services et de l'industrie manufacturière. Le rythme de la contraction semble toutefois ralentir quelque peu, ce qui est compatible avec notre attente d'une *légère* récession.

#### Japon

Au quatrième trimestre, la reprise a affiché des signes d'essoufflement, après un taux de croissance raisonnable au troisième trimestre (1,3% par rapport au deuxième trimestre). Cette décélération est imputable au repli de la demande mondiale et au raffermissement du yen. De plus, les inondations en Thaïlande ont provoqué des perturbations au niveau de la production. Les sociétés électroniques et automobiles japonaises ont en effet des unités de production dans des régions touchées par les inondations. La demande intérieure a, par ailleurs, également connu des ratés.

#### Marchés émergents

La croissance du monde émergent ralentit manifestement.

La croissance de l'économie chinoise décélère également, en raison d'un repli de la demande intérieure et d'une contraction des exportations. Les craintes d'un hard-landing de l'économie chinoise ont régulièrement refait surface.

### Inflation

#### États-Unis

On distingue les premiers signes d'un déclin de l'inflation alors que celle-ci avait augmenté plus tôt dans l'année en raison d'une hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. La tendance baissière de l'inflation aura un impact positif sur le revenu disponible des ménages.

#### Zone euro

L'inflation est de 3% par rapport à l'année passée (novembre). L'évolution des prix est alimentée par une hausse des taxes indirectes dans plusieurs pays et par le renchérissement de l'énergie. En glissement annuel, les prix énergétiques devraient tirer l'inflation à la baisse au cours des prochains mois.

#### Japon

La déflation semble de retour en raison de l'affaiblissement économique. En octobre, les prix à la consommation se sont repliés de 0,2 point de pourcentage en comparaison du même mois de l'année passée. La Banque du Japon prévoit pour l'année fiscale 2011 (se clôturant en mars 2012) un niveau des prix stable (0 %). Selon nous, une légère baisse des prix est plus probable pour cette période.

## Marchés Emergents

Dans un grand nombre de pays (notamment l'Inde, la Turquie et le Brésil), l'inflation est restée élevée sous l'impulsion d'une hausse des prix alimentaires. En Turquie, au Brésil et en Indonésie, la politique monétaire très souple (visant à stimuler la croissance) a contribué à une hausse de l'inflation.

Par rapport au même mois de l'année passée, l'inflation chinoise est redescendue en novembre à 4,2%, en raison surtout d'un déclin des prix alimentaires. En octobre, l'inflation s'élevait encore à 5,5%.

## Politique des banques centrales

### États-Unis

L'économie doit surtout être stimulée par la politique monétaire car la marge de manœuvre des pouvoirs publics pour soutenir l'économie via des mesures budgétaires est quasiment épuisée. L'objectif de la politique monétaire très souple est d'abaisser le taux de chômage élevé.

Dans le cadre d'un programme entamé en septembre 2011 (et s'étendant jusqu'à la mi-2012), la banque centrale achète des obligations d'État à long terme (à hauteur de \$ 400 milliards) et vend des obligations à plus court terme ('Opération Twist'). Le but est de réduire le différentiel de taux entre le papier à 1 an et celui à 30 ans. Ceci permettrait d'emprunter à des conditions plus avantageuses pour acheter un logement. De récents signaux semblent indiquer que le marché résidentiel se redresse, mais nous sommes encore fort éloignés d'une normalisation du marché immobilier.

### Zone euro

Mario Draghi, qui est devenu au début du mois de novembre le nouveau président de la Banque centrale européenne, a abaissé le taux officiel de 0,25% tant en novembre qu'en décembre. Le taux de refinancement s'élève désormais à 1%.

Fin novembre, les six principales banques centrales au monde ont pris des mesures afin de procurer des dollars à meilleur prix aux banques de la zone euro. La crise de la dette européenne avait en effet incité les banques internationales à réduire leurs prêts aux banques de la zone euro.

D'ici mi-2012, les banques doivent avoir porté leurs fonds propres de base à 9%. Un autre problème des banques est qu'elles ont à peine, voire plus du tout, accès aux capitaux. Le marché des obligations d'entreprises leur est quasiment fermé. Les banques risquent par conséquent de réduire leur octroi de crédits. En décembre, la BCE a dès lors adopté de nouvelles mesures afin de procurer des liquidités aux banques. La banque centrale a décidé de donner aux banques la possibilité d'emprunter auprès d'elle sans limites (via des facilités à trois ans). Les banques ont massivement profité de cette opportunité (à hauteur de 489 milliards d'euros pour 523 banques!). La BCE a également assoupli ses exigences pour les nantissements.

### Japon

La Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire accommodante.

### Marchés émergents

Le repli de l'inflation offre à la banque centrale chinoise une marge de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire. En décembre, le ratio des réserves que les banques doivent détenir obligatoirement auprès de la banque centrale en fonction de la croissance de leurs crédits a été abaissé. Nous nous attendons à ce que les autorités monétaires poursuivent leurs assouplissements progressifs et ciblés au cours des prochains mois. Plus tôt, l'accès au crédit avait été facilité pour les petites et moyennes entreprises. Les autorités semblent ainsi se préoccuper davantage de la croissance que de l'inflation. Les mesures d'assouplissement resteront néanmoins probablement axées sur certains pans de l'économie. Si la croissance devait se contracter fortement, la banque centrale chinoise n'hésiterait toutefois pas à stimuler l'économie à plus grande échelle.

<b>Prévisions économiques</b>			
	<b>2010</b>	<b>2011<sup>P</sup></b>	<b>2012<sup>P</sup></b>
<b>Etats-Unis</b>			
Croissance du produit intérieur brut (%)	3,0	1,7	2,1
Taux d'inflation (%)	1,6	2,8	1,9
<b>Zone euro</b>			
Croissance du produit intérieur brut (%)	1,7	1,5	-0,2
Taux d'inflation (%)	1,6	2,6	1,8
<b>Japon</b>			
Croissance du produit intérieur brut (%)	4,0	-0,4	1,6
Taux d'inflation (%)	-1,0	0,4	-0,2

= prévision

Source : ING IM / décembre 2011

## Obligations

<b>Taux à 10 ans en %</b>			
	<b>31-12-2011</b>	<b>30-09-2011</b>	<b>31-12-2010</b>
Etats-Unis	1,9	1,9	3,3
Allemagne	1,8	1,9	3,0
Japon	1,0	1,0	1,1

Source : ING IM / décembre 2011

### Obligations d'Etat

#### Obligations d'Etat à 10 ans des États-Unis, de la zone euro (Allemagne) et du Japon

En raison de l'aversion au risque élevée des investisseurs, les taux des obligations d'Etat à 10 ans des pays considérés comme sûrs (États-Unis, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, Pays-Bas) se sont maintenus à des niveaux historiquement faibles. La politique monétaire très souple des États-Unis et du Japon a également joué un rôle. Sous la pression de chiffres économiques décevants, la BCE a ramené au quatrième trimestre son taux officiel à 1%. On peut dès lors également parler d'un assouplissement monétaire dans la zone euro.

Une émission obligataire allemande décevante a provoqué temporairement une forte hausse du taux allemand à 10 ans (de 1,7% à 2,3%). Les marchés n'avaient pas tant à l'esprit le risque spécifique aux emprunts d'Etat allemands, mais se demandaient plutôt si le papier d'Etat de la zone euro en général pouvait encore être considéré comme un placement refuge alors que la zone euro, qui est certes une union monétaire, manque d'union budgétaire. Compte tenu de cette situation, un éclatement de la zone euro (qui ne constitue pas notre scénario central!) ne serait pas sans conséquence sur le marché obligataire allemand. À l'inverse, la création d'une union budgétaire sans accords tenables sur le désendettement des États pourrait également toucher l'Allemagne en tant que première puissance économique de l'union monétaire.

En raison des risques que les créanciers de tous les pays de l'union monétaire courent, (car il n'y a pas encore d'union budgétaire et de banque centrale agissant comme 'prêteur de dernier recours'), l'agence de notation S&P a placé tous les États membres de la zone euro sous surveillance.

#### Obligations d'Etat à court terme / marché monétaire

Sous l'influence de l'aversion au risque élevée, les taux des obligations d'Etat à 2 ans sont demeurés à des niveaux extrêmement faibles. Les rendements sur le papier allemand (jusqu'à six mois) ont été négatifs.

Les taux des obligations d'Etat françaises à deux ans ont fluctué autour de 1,5% en décembre. Les taux de leurs équivalents grecs et d'autres pays périphériques se situent bien sûr à des niveaux beaucoup plus élevés.

## Crise du système de l'euro

Début novembre, la crise de la dette européenne est entrée dans une nouvelle phase. Après les remous provoqués par l'annonce par la Grèce de son intention d'organiser un référendum (sur le plan d'économies décidé par l'UE), les taux des emprunts d'État italiens ont grimpé pour atteindre des niveaux records historiques de plus de 7%. Ceci a finalement conduit à la démission du premier ministre Silvio Berlusconi et à l'installation d'un gouvernement de technocrates dirigé par l'ancien commissaire de la Commission européenne, Mario Monti. Celui-ci a débuté sur les chapeaux de roues. Il a pris plusieurs mesures afin de maîtriser le budget public et l'endettement excessif de l'État.

Pour la première fois depuis le début de la crise, les craintes que l'Italie soit forcée de demander l'aide du fonds d'urgence (aux moyens probablement trop faibles) ont fait monter les taux des obligations d'État de pays du noyau dur de la zone (comme l'Autriche, les Pays-Bas et l'Allemagne), quoique temporairement. Cette hausse constitue jusqu'à présent le signe le plus manifeste que la crise de la dette souveraine est en réalité une crise du système de l'euro. Les pays de la zone euro ont actuellement besoin d'un prêteur de dernier recours. La BCE achète depuis plusieurs mois des obligations d'État, mais de façon trop limitée pour empêcher une escalade de la crise. La BCE veille, par ailleurs, à ne pas donner l'impression qu'elle finance les pouvoirs publics. D'autres banques centrales comme la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque d'Angleterre sont, pour leur part, en mesure d'agir comme bouée de sauvetage ultime pour leurs pouvoirs publics. Les marchés savent que ces deux banques centrales assumeront effectivement ce rôle si les investisseurs les y forcent. Par conséquent, il n'y a pas de spéculation sur les marchés obligataires américains et britanniques.

Aussi longtemps que la BCE envisage de n'assumer qu'un rôle limité et ne veut pas agir explicitement comme prêteur de dernier recours pour les gouvernements, les marchés obligataires de la zone euro resteront vulnérables face à la spéculation des marchés.

## Obligations investment grade

Par solde, les primes de risque des obligations d'entreprises investment grade ont légèrement baissé au quatrième trimestre. Les craintes relatives à la crise de la dette européenne n'ont pas disparu et l'Europe s'est retrouvée en situation de contraction économique. Nous prévoyons une légère récession pour la zone euro (-0,2%) et le Royaume-Uni en 2012.

À la suite de la perspective d'amortissements sur les emprunts d'État des pays du sud de l'Europe, les craintes relatives à la solvabilité de certaines banques ont encore augmenté. Les inquiétudes quant à la liquidité des banques ont également crû car les banques extérieures à la zone euro ont commencé à hésiter de plus en plus à procurer des dollars aux banques de la zone euro. Un élément très positif est qu'à la fin novembre, les principales banques centrales au monde ont adopté conjointement des mesures pour alimenter les banques de la zone euro en dollars à meilleur prix. Ces banques centrales ont ainsi contribué à un meilleur fonctionnement du système financier mondial. Début décembre, la BCE a annoncé, par ailleurs, que les banques pouvaient faire appel à ses capitaux de façon illimitée, assumant de la sorte le rôle qu'elle doit jouer pour les banques, celui de prêteur de dernier recours.

## ABS (AAA)

Les inquiétudes et les incertitudes en Europe ont entraîné une nouvelle hausse (limitée) des primes de risque du papier ABS AAA. Alors que les primes de risque se situaient en moyenne à un niveau d'environ 140 points de base au début du trimestre, elles étaient passées à près de 150 points de base à la fin de celui-ci.

En novembre et en décembre, il n'y a guère eu d'émissions d'ABS, ni d'activité sur le marché secondaire des ABS à la suite des incertitudes élevées, de la volatilité et du manque de liquidité sur le marché. La liquidité du marché est traditionnellement limitée à la fin de l'année.

## Obligations d'entreprises à haut rendement

Le marché des obligations d'entreprises à haut rendement a subi une sévère correction au troisième trimestre. Après un excellent premier semestre, durant lequel le marché avait été épargné par les turbulences de la dette souveraine européenne, la nervosité l'a finalement emporté. Les investisseurs ont dès lors fortement réduit leurs risques. Alors qu'au premier semestre, la demande d'obligations à haut rendement avait été élevée, les ventes ont dominé le marché au troisième trimestre. À la suite de ces ventes et du manque d'acheteurs, les cours des obligations à haut rendement ont été fortement sous pression.

D'un point de vue fondamental, il n'y a guère eu de changements au troisième trimestre. Le marché a surtout été influencé négativement par les turbulences persistantes sur les marchés d'obligations d'État de la zone euro et par le risque accru d'un retour en récession. Le risque que les entreprises ne puissent pas satisfaire leurs obligations en matière de paiements d'intérêts et de remboursements ('ratio de défaut') est toujours faible (2,02% en août) et ne devrait, selon nous, pas augmenter à court terme. À la suite du repli des cours obligataires, les taux des obligations à haut rendement sont montés à plus de 9%.

Au niveau du benchmark (hors emprunts subordonnés des institutions financières), le troisième trimestre s'est clôturé sur un rendement total négatif de 6,9%.

## Obligations des pays émergents

### Obligations des marchés émergents en monnaies fortes

Les obligations des marchés émergents en monnaies fortes ont subi l'impact négatif de la crise de l'euro et des craintes d'une pression baissière sur la croissance de l'économie mondiale.

Alors qu'en septembre, les marchés obligataires avaient été confrontés à des ventes massives, les attentes des marchés étaient faibles au début du trimestre. Par ailleurs, les mesures adoptées par les chefs de gouvernement européens durant le trimestre ont apporté un certain soutien. L'intervention coordonnée des grandes banques centrales et les apports de liquidités illimités de la BCE aux banques ont également eu un impact positif sur le sentiment du marché.

Par solde, cette classe d'actifs a affiché des performances raisonnables. Elle a connu des entrées de capitaux, tandis que les obligations des marchés émergents en devises locales (instruments monétaires) sont restés confrontés à des sorties de capitaux.

Au niveau du benchmark, le rendement a été positif en octobre (+4,4%) et négatif en novembre (-0,88%). Durant la première moitié de décembre, le rendement s'est élevé à +0,57%.

### Obligations des marchés émergents en devises locales (Instruments monétaires)

Les obligations des marchés émergents en devises locales ont été largement influencées par la rapide alternance entre un appétit du risque élevé et une forte aversion au risque. Après des ventes massives en septembre, le marché a rebondi au début du trimestre (+3,62% pour le benchmark en octobre). Ce rebond est surtout lié au fait que les chiffres macroéconomiques américains ont dépassé les attentes et à l'adoption par les chefs de gouvernement européens de mesures visant à faire face aux défis des dettes souveraines et de la vulnérabilité des banques.

L'ampleur de l'influence des développements au sein de la zone euro sur cette classe d'actifs est apparue clairement en novembre. L'attention des marchés s'est alors focalisée sur l'Italie et l'Espagne et les chefs de gouvernement sont apparus comme dépassés par les faits. Ce contexte, combiné aux révisions à la baisse des ratings des banques et des États des économies développées par les agences de rating, a eu un impact très négatif sur la classe d'actifs (le benchmark a concédé 2,97%). En décembre, l'intervention coordonnée des grandes banques centrales et les apports de liquidités illimités de la BCE aux banques ont soutenu les marchés en général, mais les obligations des marchés émergents en devises locales n'ont pas pu en profiter (-1,84% pour le benchmark durant la première moitié de décembre).

La performance a été pénalisée par la dépréciation de plusieurs devises. Ces dépréciations ont été causées en partie par les flux de capitaux du monde émergent vers les marchés développés.

### Obligations des marchés émergents en devises locales (fonds obligataire local)

Les craintes relatives aux pressions baissières sur la croissance économique du monde émergent ont contribué à une baisse des taux à long terme. Ceci a eu un effet positif sur la performance du portefeuille obligataire. La dépréciation des devises des marchés émergents a cependant eu un impact négatif.

Au début du trimestre, le marché s'est redressé grâce surtout aux mesures des chefs de gouvernement européens et aux indicateurs macroéconomiques dépassant les attentes aux États-Unis. L'appétit du risque des investisseurs au mois d'octobre a toutefois fait place en novembre à l'aversion au risque, ce qui a entraîné la dépréciation de la devise de plusieurs marchés émergents.

Les performances d'octobre (+5,58%) et de novembre (-3,41%) montrent bien que l'appétit du risque des investisseurs peut fluctuer à la fois rapidement et fortement. Les développements négatifs se sont poursuivis durant la première moitié de décembre (-1,98%).

## Perspectives économiques

### Économie mondiale

Notre scénario central prévoit une croissance économique positive, mais inférieure à la moyenne en 2012 pour les économies développées. Nous tablons sur une légère récession en Europe, tandis que les États-Unis devraient pouvoir éviter un retour en récession. L'évolution de la crise de la zone euro sera le facteur prépondérant et aura un large impact positif ou négatif sur l'économie mondiale.

Les pays du noyau dur de la zone ont été (temporairement) contaminés en novembre. Ceci montre qu'ils ne sont pas immunisés contre une dynamique en mesure de créer sa propre réalité. Ceci s'explique par l'absence d'un prêteur en dernier recours pour les gouvernements de la zone euro. Il y a en réalité trop d'union monétaire et pas assez d'union budgétaire au sein de la zone euro.

La France veut surtout s'attaquer à la contagion des marchés. Quant à l'Allemagne, elle souhaite essentiellement adopter des mesures visant à punir un comportement irresponsable des États. Nous restons d'avis que les chefs de gouvernement de la zone finiront par trouver une solution à la crise au moment où cette dernière deviendra intenable. Cela signifie selon nous que dans leur choix entre la réduction de la contagion et la pénalisation d'un comportement irresponsable (danger moral), ils finiront par donner la priorité à la lutte contre la contamination des marchés. Ceci devrait conduire à un renforcement des flux de financement actuels soutenant les pays périphériques, mais aussi à la création de solides institutions supranationales responsables des politiques économiques et budgétaires des États membres de la zone euro.

Soulignons que les risques accompagnant notre scénario central sont plus élevés qu'à l'accoutumée.

#### *Risque haussier (par rapport au scénario central)*

Les chefs de gouvernement européens élaborent des solutions à la crise qui changent les règles de jeu de l'union. Un tel changement structurel augmenterait immédiatement la crédibilité de la zone euro. Les pays du noyau dur pourraient alors abandonner leur approche actuelle axée exclusivement sur les économies et la BCE pourrait assouplir encore davantage sa politique monétaire. Cette amélioration des conditions financières aurait un impact positif sur les autres régions. Elle donnerait par exemple un coup de pouce à la croissance américaine.

#### *Risque baissier (par rapport au scénario central)*

La crise de la zone euro poursuit son escalade, d'une part, parce que les chefs de gouvernement ne sont pas capables d'enrayer efficacement la contagion et, d'autre part, parce que la BCE ne bouge pas. Dans ce cas, un défaut de paiement chaotique des États ne pourrait être évité. À plus long terme, de tels développements pourraient également entraîner un éclatement (partiel) de la zone euro, ainsi que des flux de capitaux ayant un effet très déstabilisant pour les marchés et les économies. Une recapitalisation forcée des banques européennes est susceptible d'entraîner une nouvelle réduction de l'endettement et d'aggraver encore la récession. Dans un tel scénario, la reprise économique américaine, toujours fragile, pourrait être étouffée dans l'œuf. Pour que la reprise se poursuive aux États-Unis, il importe également que l'allègement fiscal, récemment prolongé par le Congrès pour deux mois, soit maintenu en 2012.

### Japon

L'un des principaux thèmes du monde émergent consistera à déterminer quels pays disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour assouplir leur politique monétaire sans que leur devise subisse des pressions (excessives). Ces pays pourront stimuler leur croissance sans que l'inflation ne pose à nouveau problème. Dans un contexte relativement incertain (crise de la zone euro), il s'agit d'un difficile exercice d'équilibre. En raison de la crise de la zone euro et de l'aversion au risque des investisseurs, le monde émergent est en effet déjà confronté à des sorties de capitaux en direction de l'Europe et des États-Unis.

Il convient donc pour les marchés émergents de ne pas encourager les investisseurs étrangers à rapatrier encore davantage de capitaux. Un pays comme la Turquie a clairement présumé de ses capacités. Il a assoupli sa politique monétaire à la fin de 2010 et a poursuivi cette politique durant les premiers trimestres de 2011. En novembre, la banque centrale a toutefois été contrainte de resserrer fortement sa politique monétaire car la lire s'était davantage dépréciée que les autres devises émergentes, tandis que les attentes inflationnistes de la Turquie s'étaient largement détériorées. Le Brésil et l'Indonésie, qui ont considérablement assoupli leur politique monétaire, pourraient être logés à la même enseigne que la Turquie.

Des pays tels que la Chine et l'Inde disposent, selon nous, d'une marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire et stimuler de la sorte leur économie intérieure. En Chine, l'inflation se replie de façon convaincante. En Inde, l'inflation demeure certes trop élevée, mais est également orientée à la baisse. Si les banques centrales de la Chine et de l'Inde agissent énergiquement au cours des prochains mois, ces pays pourront probablement éviter une nette contraction de leur demande intérieure. Pour 2012, nous prévoyons une croissance de 7,8% pour la Chine et de 7,1% pour l'Inde.

Pour l'ensemble du monde émergent, nous tablons sur une croissance de 5,5% en 2012. Cela signifie que la croissance en dehors de la Chine et de l'Inde se situera clairement en dessous de la moyenne à long terme. Des sorties de capitaux persistantes (vers l'Europe et les États-Unis) et un déclin de la croissance du commerce mondial constituent les principaux risques. Par conséquent, les risques pesant sur la croissance sont actuellement plutôt baissiers que haussiers. Ceci pourrait changer si la situation dans la zone euro devait s'améliorer nettement.

<b>Attentes économiques</b>			
	<b>2010</b>	<b>2011 <sup>*P</sup></b>	<b>2012 <sup>*P</sup></b>
Croissance du produit intérieur brut (%)			
Economie mondiale	5.0	3.5	3.0
Economies développées	2,6	1.3	1.1
Economies émergentes	8.1	6,4	5.5
Chine	10,4	9.3	7.8

\*prévisions

Source : ING IM / décembre 2011

## Perspectives pour les Obligations

### Obligations d'État des États-Unis, de la zone euro (Allemagne) et du Japon

Nous nous attendons à ce que les taux longs restent provisoirement faibles en raison de la politique monétaire très accommodante des États-Unis et du Japon et du fait que la politique monétaire de la zone euro et de certains pays émergents devrait probablement être assouplie. La croissance des économies développées qui devrait rester inférieure à la moyenne en 2012 contribue également à maintenir les taux à un faible niveau. Les taux actuels sont vulnérables face à des événements susceptibles de peser sur la confiance des investisseurs.

Entre-temps, les leaders européens ont pris des mesures visant à accroître l'intégration économique. Ils ont ainsi décidé de renforcer le Pacte de stabilité et de croissance via des sanctions semi-automatiques et l'implication de la Commission européenne et de la Cour de justice européenne. Le Royaume-Uni a choisi de ne pas participer, ce qui rend un traité séparé entre les États nécessaire. Il a également été convenu que les banques centrales des États nationaux transféreront 200 milliards d'euros au FMI. Ce dernier disposera par conséquent de davantage de moyens pour combattre la crise. Bien que des pas aient ainsi faits dans la bonne direction, le risque d'un repli (provisoire) de la confiance des investisseurs n'a pas disparu.

Une diminution de la confiance est notamment susceptible de résulter des difficultés que certains pays pourraient connaître dans la mise en œuvre des mesures. Un aspect négatif est, par ailleurs, que les chefs de gouvernement se sont jusqu'à présent surtout concentrés sur les économies. Il est à espérer qu'ils élaboreront également d'ici peu une stratégie de croissance. En effet, une réduction structurelle des dettes publiques excessives ne peut être réalisée sans croissance économique. Les chefs de gouvernement et la BCE espèrent manifestement que le renforcement des mesures restaurera la confiance et que les investisseurs internationaux voudront à nouveau participer au financement des pays périphériques de la zone euro. Aussi longtemps que la BCE n'agit pas en tant que 'prêteur de dernier recours' pour les États, nous sommes sceptiques à cet égard.

L'absence d'une collaboration entre les Républicains et les Démocrates dans les négociations visant à abaisser le déficit public américain est préoccupante pour le marché obligataire américain. Cette situation ne devrait pas disparaître rapidement eu égard aux élections présidentielles de 2012.

Bref, tant en Europe qu'aux États-Unis, des turbulences politiques sont susceptibles d'entraîner d'importantes fluctuations des taux.

### Obligations d'État de la zone euro (Allemagne) à très long terme (30 – 50 ans)

Pour des raisons techniques (liées notamment à la couverture que la BCE exige des banques pour faire appel à ses liquidités), les banques ont acheté massivement des emprunts d'État à long terme. Le différentiel de taux entre le papier à 10 ans et le papier à très long terme est par conséquent proche des niveaux de 2011. Les niveaux absolus des obligations à très long terme se situent pour l'instant à des planchers historiques.

Nous considérons actuellement les emprunts d'État à long terme comme relativement inattractifs.

## Crise du système de l'euro

Après les sommets européens d'octobre et de décembre, les chefs de gouvernement européens sont conscients que le problème de la zone euro n'est pas seulement imputable à la Grèce (ou à d'autres pays individuels). Il est positif que l'on se soit accordé sur le cœur du problème, les erreurs faites lors de la création de l'Union économique et monétaire. Les responsables politiques et la Commission européenne s'efforcent désormais de remédier à ces erreurs. Les investisseurs devront, pour leur part, s'habituer au fait que l'élaboration de solutions est un processus long et complexe. De nombreux sommets européens devront probablement encore avoir lieu.

Les sujets qui doivent selon nous encore être abordés sont notamment les suivants.

Comment peut-on réaliser des économies tout en prenant simultanément des mesures pour stimuler la croissance? Comment peut-on œuvrer pour une réduction progressive des déséquilibres des balances des paiements des pays de la zone euro? En effet, les pays du nord de l'Europe disposent grosso modo d'excédents sur leur balance des paiements, tandis que les pays du sud de l'Europe affichent des déficits. Il convient donc d'adopter des mesures pour accroître la compétitivité de plusieurs pays. Un autre problème persistant est que les moyens des fonds d'urgence (qui seront regroupés à la mi-2012) restent probablement trop limités pour persuader les marchés que spéculer contre un ou plusieurs pays n'a pas de sens. Le manque de précision en ce qui concerne le rôle de la BCE contribue également à la vulnérabilité de l'union monétaire. Si les chefs de gouvernement devaient décider dans le cadre d'un renforcement de l'intégration budgétaire d'émettre des euro-obligations, la BCE pourrait assumer plus facilement le rôle de 'prêteur de dernier recours' pour les États. Nous ne sommes cependant pas encore à ce stade.

Dans le contexte incertain actuel, on ne peut, selon nous, pas encore s'attendre à un redressement structurel de la confiance, ce qui signifie que la zone euro demeure vulnérable. D'une part, ceci est lié au fait que les mesures décidées lors des sommets européens doivent encore être mises en œuvre par les différents États membres. Or, cette mise en œuvre ne manquera pas de susciter régulièrement des incertitudes. D'autre part, cette vulnérabilité est imputable aux problèmes susmentionnés qui n'ont pas encore été réglés définitivement.

## Perspectives pour les autres segments obligataires

### Obligations d'entreprises investment grade

Compte tenu de notre scénario central, nous restons modérément positifs pour les obligations d'entreprises investment grade. Notre scénario table sur une croissance inférieure à la moyenne dans les économies développées et sur une légère contraction de la croissance dans la zone euro en 2012. En dépit des chiffres macroéconomiques négatifs, les fondamentaux des entreprises demeurent favorables. D'un point de vue technique, il est positif que les sociétés remboursent actuellement plus de dettes qu'elles n'en contractent de nouvelles.

En novembre, la crise de la zone euro a touché pour la première fois les pays du noyau dur de la zone euro. L'aggravation de la situation a incité les chefs de gouvernement à adopter en décembre plusieurs mesures visant une union budgétaire accrue. Il s'agit de pas dans la bonne direction, mais ils ne seront probablement pas suffisants pour restaurer structurellement la confiance des marchés. La zone euro reste caractérisée par un manque de collaboration entre les États en matière de politique économique et de politique budgétaire. Nous nous attendons à ce que les leaders politiques prennent de nouvelles mesures sous la pression des marchés.

Aussi longtemps que la BCE n'agit pas en tant que prêteur de dernier recours pour les États, l'union monétaire sera vulnérable. Ceci devrait continuer à causer une alternance de périodes durant lesquelles les investisseurs sont prêts à prendre des risques et de périodes durant lesquelles ceux-ci souhaitent réduire leurs risques. La volatilité devrait donc rester élevée sur les marchés financiers et le marché des obligations d'entreprises n'y échappera pas.

Une bonne sélection des emprunts individuels demeure cruciale pour pouvoir générer une valeur ajoutée. Le pays d'origine de l'émetteur est en outre important eu égard aux différences de risque considérables entre les divers pays européens.

### ABS (AAA)

Compte tenu de notre évaluation du rapport entre le risque et le rendement, nous estimons que les ABS AAA offrent toujours un potentiel. Si l'on considère les fondamentaux de ce segment obligataire, on peut s'attendre à une poursuite de l'amélioration progressive des conditions de marché. Néanmoins, les turbulences et les incertitudes en Europe devraient continuer à alimenter la volatilité, mais probablement dans une moindre mesure que pour d'autres classes d'actifs. Dans ce contexte, le papier ABS des pays périphériques sera plus affecté que le papier ABS des pays du cœur de la zone euro.

Selon nous, les emprunts de bonne qualité au profil risque/rendement un peu plus offensif offrent les meilleures opportunités.

## Obligations d'entreprises à haut rendement

Les chefs de gouvernement européens ont adopté d'importantes mesures allant dans le sens d'une union budgétaire. Selon nous, d'autres mesures seront encore nécessaires pour favoriser un redressement structurel de la confiance des investisseurs. La vulnérabilité des marchés d'obligations d'État de la zone euro devrait toutefois se prolonger, ce qui entraînera une volatilité relativement élevée sur les marchés financiers, et notamment sur les marchés d'obligations à haut rendement.

Les primes de risque des obligations d'entreprises à haut rendement offrent, selon nous, une rémunération suffisante pour les éventuelles pertes de crédit, même si ces pertes (sur le principal ou le paiement des intérêts) sont à l'avenir supérieures à notre taux estimé de 2 à 4% du total de l'encours. Il est par conséquent essentiel que les portefeuilles soient bien diversifiés.

En raison des caractéristiques risque/rendement, nous restons globalement positifs pour ce segment obligataire à moyen et à long terme.

## Obligations des marchés émergents

### Obligations des marchés émergents en monnaies fortes

Les fondamentaux des économies émergentes continuent à soutenir les obligations des marchés émergents. Bien que l'évolution du cycle soit négative, la position structurelle de la région demeure saine en termes de croissance économique, d'inflation, de caractéristiques des balances des paiements et de réserves de devises.

Étant donné que les investisseurs continuent à passer rapidement d'un grand appétit pour le risque à une forte aversion au risque (et vice versa), le marché est vulnérable sur le plan technique. La propension au risque des investisseurs dépend largement de l'évolution de la crise de la dette européenne. Du côté de l'offre, on remarquera que l'intérêt stratégique des investisseurs institutionnels pour cette catégorie reste important.

Entre-temps, les primes de risque des obligations des marchés émergents en monnaies fortes sont devenues clairement plus intéressantes. Nous croyons dans le potentiel de cette classe d'actifs et conservons notre position modérément positive.

### Obligations des marchés émergents en devises locales (instruments monétaires)

À court terme, nous sommes prudents vis-à-vis des devises des marchés émergents. L'aversion au risque dans les marchés développés et la forte corrélation au sein des marchés ainsi qu'entre ceux-ci pèsent en effet sur ces devises.

Il n'empêche que les solides fondamentaux des économies émergentes (croissance, balance des paiements, facteurs macroéconomiques favorables) continuent à soutenir la plupart des devises émergentes à moyen terme. Les problèmes des économies développées soulignent également l'importance des marchés émergents au sein d'un portefeuille d'investissement mondial, en tout cas d'un point de vue stratégique.

À moyen et à court terme, nous restons globalement positifs pour cette catégorie. Les solides fondamentaux économiques des marchés émergents devraient en effet conduire à terme à une appréciation de leurs devises par rapport au dollar américain et à l'euro. Les valorisations actuelles, qui sont devenues attrayantes, devraient également soutenir ce marché.

### Obligations des marchés émergents en devises locales (fonds obligataire local)

À court terme, nous sommes prudents vis-à-vis des devises des marchés émergents car l'aversion au risque des marchés développés et la corrélation au sein des marchés ainsi qu'entre ceux-ci continuent à peser sur ces devises. Étant donné que l'inflation semble avoir dépassé son sommet dans la plupart des pays émergents, nous restons cependant positifs pour les taux des marchés émergents en devises locales.

Le fait que la croissance économique ralentisse (et pèse sur les taux) ne change rien à l'attrait relatif des taux longs des marchés émergents. Les différentiels de taux par rapport au papier similaire des économies développées devraient continuer à soutenir cette classe d'actifs. Sur la partie longue de la courbe, la pente demeure relativement raide. Le fait que les taux des obligations d'État américaines soient faibles par rapport aux taux longs des marchés émergents constitue un facteur de soutien pour les investisseurs prenant des positions de duration. Ils peuvent trouver du papier attrayant à plusieurs endroits de la courbe des taux.

Cette classe d'actifs offre, selon nous, les meilleures perspectives à long terme. D'une part, les taux de ces obligations resteront relativement élevés grâce à la croissance supérieure des économies concernées. D'autre part, les investisseurs pourront profiter à plus long terme d'une appréciation substantielle des devises émergentes.

Prévisions pour les taux à 10 ans (en %)			
	31-12-2011	3 mois <sup>P 1)</sup>	12 mois <sup>P 1)</sup>
Etats-Unis	1.9	Inchangés	Hausse
Zone euro	1.8	Inchangés	Hausse
Japon	1,0	Inchangés	Légère hausse

1) par rapport au 31 décembre 2011

Source: ING IM / décembre 2011

## Marchés d'actions

### Les investisseurs en actions sont devenus plus optimistes

Au cours du trimestre écoulé, les marchés d'actions ont nettement mieux performé qu'au troisième trimestre très décevant. Ceci est étonnant étant donné que les perspectives économiques se sont détériorées, notamment en Europe. Les plans visant à conjurer la crise de la dette européenne restent également insuffisants pour restaurer structurellement la confiance des marchés.

Les actions mondiales ont grimpé d'environ 11% en euro, mais les différences régionales ont été considérables.

### La crise de l'euro a joué un rôle prépondérant

Le quatrième trimestre a été très mouvementé en raison surtout des développements dans la crise de l'euro. En raison notamment des inquiétudes grandissantes des marchés, les leaders politiques européens se sont réunis à plusieurs reprises pour rechercher des solutions à la crise. Avant chaque sommet, l'espoir d'une issue favorable a augmenté. Après une analyse approfondie des accords conclus et la constatation que de nombreuses incertitudes persistaient, l'optimisme est cependant chaque fois retombé et les marchés se sont repliés.

Le sommet le plus récent des 8 et 9 décembre a toutefois généré davantage d'optimisme. Les hommes politiques semblent enfin conscients de la gravité de la situation et ont adopté quelques mesures importantes. En outre, les principales banques centrales sont intervenues de façon coordonnée pour que les banques puissent s'approvisionner plus facilement en dollars américains. La BCE a également fait 'tout ce qui était possible' pour alléger les tensions sur le marché interbancaire.

### Wall Street arrive en tête du peloton

Sur le plan régional, la bourse américaine arrive en tête avec une progression d'environ 15% (en euro). D'une part, Wall Street a profité de son statut de 'placement refuge' : les investisseurs américains ont diminué leurs risques et rapatrié des capitaux d'autres régions vers leur marché domestique. D'autre part, plusieurs signes ont indiqué clairement que l'économie américaine se remettait de son accès de faiblesse du milieu de l'année. Par ailleurs, l'appréciation du dollar de plus de 3% vis-à-vis de l'euro a également joué un rôle.

Les marchés émergents ont enregistré des gains de près de 8% (en euro) et sont ainsi restés à la traîne par rapport à la moyenne du marché mondial. Ils ont été pénalisés par des sorties de capitaux en raison de l'aversion au risque mondiale. Le Japon est la seule région à avoir concédé du terrain (-0,60%). Les inondations en Thaïlande ont eu un impact très négatif car plus de 400 sociétés japonaises possèdent des unités de production dans ce pays. De plus, les premiers signes d'un essoufflement de la forte reprise économique après le tremblement de terre de mars sont apparus. En progressant de 9%, les actions européennes ont, pour leur part, récupéré une partie de leurs considérables pertes du troisième trimestre (-20%). Elles ont notamment profité du renforcement de l'espoir d'une solution structurelle à la crise de l'euro.

### Le secteur de l'énergie profite de la hausse des prix pétroliers

Sur le plan sectoriel, les valeurs cycliques ont, par solde, légèrement mieux performé que les valeurs défensives.

Il semble qu'après avoir investi pendant une grande partie de l'année dans les secteurs défensifs, les investisseurs abandonnent petit à petit leur attitude prudente et acquièrent des positions plus cycliques.

Le secteur de l'énergie a réalisé la meilleure performance grâce à une hausse des prix pétroliers de plus de 20%. Le prix du baril de brut (WTI) a ainsi grimpé de 25%. Les turbulences persistantes au Moyen-Orient, en particulier les ambitions nucléaires de l'Iran, sont en partie responsables de cette flambée. Le secteur de l'industrie fait aussi partie du peloton de tête, avec des gains de 14%. Les secteurs défensifs des soins de santé (+12%) et des biens de consommation courante (+11%) se sont également bien comportés. Les services aux collectivités (+5%) et les services télécoms (+8%) sont en revanche restés à la traîne.

## Perspectives

### 2012 : un parcours semé d'embûches

Nous nous attendons à ce que la voie soit semée d'embûches en 2012, car les investisseurs seront confrontés à un environnement difficile et changeant. Les marchés d'actions resteront tributaires des sautes d'humeur des investisseurs. La volatilité sera ainsi élevée, tandis que les corrélations augmenteront : en période de stress, les investisseurs ne font pas de distinction et toutes les actions sont pénalisées. En d'autres termes, les marchés d'actions n'offrent pas de protection en cas de renforcement des turbulences. Ceci nous incite à ne pas prendre trop de risques actifs au niveau de notre stratégie top-down.

Notre prévision d'une croissance inférieure au potentiel dans les marchés développés et d'une légère récession en Europe implique que nos estimations de croissance bénéficiaire tant pour l'Europe que pour les États-Unis sont négatives. En 2012, les bénéfices européens devraient reculer de 5 à 10%, tandis que les bénéfices américains se contracteront de 0 à 3%. Nous prévoyons une croissance bénéficiaire raisonnable de 10% à 15% pour le Japon et de 5 à 10% pour les marchés émergents grâce à une croissance économique supérieure.

### Les sociétés sont en mesure de faire face à un ralentissement de la croissance

Le déclin bénéficiaire attendu en Europe et aux États-Unis est surtout imputable à une baisse des chiffres d'affaires, une conséquence directe du ralentissement de la croissance mondiale et de la contraction des marges bénéficiaires.

En comparaison des récessions précédentes, le recul bénéficiaire devrait cependant rester modéré. Les entreprises ne sont pas confrontées à des stocks excessifs ou à des capacités excédentaires. Les coûts sont bien maîtrisés, ce qui accroît la résistance des bénéfices face à un repli du chiffre d'affaires. Les bilans des sociétés sont sains et les marges bénéficiaires ont en général renoué avec leurs niveaux antérieurs à la débâcle de Lehman en 2008. Il y aura bien sûr des différences substantielles entre les entreprises. Les sociétés largement dépendantes des ventes européennes et/ou nécessitant de nombreuses matières premières souffriront indéniablement davantage, d'autant plus que la croissance des marchés émergents devrait maintenir les prix des matières premières à des niveaux élevés. Les sociétés diversifiées devraient en revanche se porter mieux.

### Les valorisations sont favorables

Un autre aspect réconfortant est que les valorisations des actions incorporent déjà une grande partie des incertitudes.

Les valorisations sont attrayantes dans une perspective historique : le rapport cours/bénéfices se situe pour l'instant 25 à 30% sous la moyenne à long terme. À ces niveaux, nous pensons que le risque de récession est incorporé. En comparaison des autres classes d'actifs, les valorisations sont également intéressantes. Dans les marchés développés, le rendement du dividende dépasse le rendement du papier d'État et les primes de risque des actions sont supérieures à la moyenne à long terme.

### Les marchés émergents offrent des opportunités

Nous voyons des opportunités pour les actions des marchés émergents en 2012. Les marchés émergents affichent une croissance économique et bénéficiaire plus élevée et des fondamentaux à long terme supérieurs. En outre, la valorisation des actions des marchés émergents est inférieure à celle des actions des marchés développés, alors que leur croissance bénéficiaire attendue est plus élevée. Maintenant que l'inflation chinoise a commencé à se replier significativement, nous nous attendons à ce que la Chine stimule plus fermement son économie. Les premiers signes sont déjà visibles. Selon nous, les politiques largement accommodantes des banques centrales des marchés émergents, en particulier de la Chine, pourraient entraîner une nouvelle période de surperformance des marchés émergents.

### Glissement vers les secteurs cycliques

Nous continuons à privilégier les actions distribuant un dividende élevé et stable. Contrairement à 2009, les sociétés disposent actuellement de Au niveau de notre stratégie sectorielle, nous avons mis fin à notre préférence pour les secteurs défensifs. Notre répartition sectorielle est désormais plutôt équilibrée. Nous estimons qu'il est encore trop tôt pour opérer un glissement vers les secteurs cycliques, en dépit de leur sous-performance de 2011. Nous voulons d'abord assister à un plancher en ce qui concerne les révisions bénéficiaires relatives, à une poursuite de l'amélioration des indicateurs de sentiment économique et à de nouvelles mesures des chefs de gouvernement européens afin de résoudre la crise de l'euro. Nous nous attendons à ce que le contexte devienne plus favorable aux secteurs cycliques quelque part au premier semestre de 2012.

## Les dividendes demeurent un important thème d'investissement

En 2012, la quête de dividendes élevés et stables restera un important thème d'investissement. Les dividendes constituent une importante source de revenus pour les investisseurs, certainement en période de croissance modérée, de faibles taux obligataires et de volatilité élevée. Le rendement du dividende est quasiment égal aux taux des obligations d'entreprises, surtout dans les marchés développés. Les faibles ratios de distribution et les solides bilans renforcent la résistance des dividendes (en dehors du secteur financier). Même en cas de léger repli de la croissance bénéficiaire - ce que nous prévoyons pour l'Europe et les États-Unis -, les dividendes devraient, selon nous, se maintenir dans la plupart des secteurs. Une sélection rigoureuse s'impose toutefois. Les dividendes des banques, des sociétés télécoms et des entreprises de services aux collectivités sont ainsi les plus susceptibles d'être abaissés.

ING Investment Management, Investment Content Management (ICM)  
La Haye, le 2 janvier 2011

---

### 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.