

Perspectives des marchés

Mise à jour mensuelle – ING Investment Management

Obligations

Taux à 10 ans (prévision à 3 mois)	
Etats-Unis	2.7%
Zone euro	2.6%
Japon	1.1%
Obligations investment grade	-
Obligations à haut rendement	+
Obligations des pays émergents	
Monnaies fortes	+
Devises locales	+
positif (+), neutre (=), négatif (-)	

Actions

Energie	+
Matériaux	=
Industrie	-
Services/biens de consommation durables	-
Biens de consommation courante	=
Santé	+
Financières	-
Technologie	+
Télécommunications	+
Services aux collectivités	=
positif (+), neutre (=), négatif (-)	

Régions

Etats-Unis	-
Europe	-
Japon	-
Marchés émergents	+
positif (+), neutre (=), négatif (-)	

Eléments clés

- Nouveaux stimulants des banques centrales
- Les marchés profitent de la liquidité élevée
- La confiance des entrepreneurs augmente lentement
- La quête du rendement s'intensifie

Marchés tirés par la liquidité

Ces dernières semaines, la tendance la plus remarquable observée sur les marchés financiers est une évolution haussière de quasiment toutes les classes d'actifs. Ceci est essentiellement imputable à l'attente grandissante d'un nouvel assouplissement quantitatif par la banque centrale américaine, la Réserve fédérale. Cela signifie que cette dernière imprimera de nouveaux dollars qu'elle utilisera pour racheter des obligations d'Etat américaines, injectant de la sorte de nouvelles liquidités dans le système financier. Ces capitaux se retrouveront en grande partie dans l'économie financière : ils seront investis sur le marché des actions, le marché obligataire et le marché des matières premières.

La Fed n'est pas la seule à agir de la sorte. La Banque d'Angleterre a également déclaré qu'elle souhaitait stimuler l'économie par un assouplissement quantitatif. La Banque du Japon a, pour sa part, déjà adopté un nouveau programme d'assouplissement. La Banque centrale européenne se montre, quant à elle, beaucoup plus conservatrice, en raison notamment de la performance étonnamment solide de l'économie allemande. En pratique, un assouplissement quantitatif entraîne une dépréciation de la devise du pays concerné étant donné que de nouveaux billets sont imprimés. Ceci stimule l'économie puisque les exportations du pays deviennent plus attractives. Jusqu'à présent, le grand « perdant » est la zone euro, dont la devise s'est renchérie. Les investisseurs en euro le constatent au niveau de leurs placements en devises autres que l'euro, dont les performances exprimées en euro sont logiquement plus faibles.

Nous sommes positifs pour les placements générant des revenus

L'afflux de liquidités, combiné aux faibles taux du marché monétaire et du marché des obligations d'Etat, incite les investisseurs à rechercher des marchés offrant des rendements supérieurs. Ceci profite essentiellement aux actions distribuant des dividendes élevés et aux obligations d'entreprises offrant des rendements attractifs, comme les obligations des pays émergents et les obligations à haut rendement. Nous sommes dès lors positifs pour ces classes d'actifs.

Economie : les banques centrales doivent agir

La croissance de l'économie mondiale a dépassé son sommet

La croissance de l'économie mondiale continue à ralentir conformément aux attentes. Les surcapacités demeurent élevées dans les économies développées, sauf en Allemagne. Les banques centrales des Etats-Unis, du Royaume-Uni et du Japon ont toutes déclaré qu'elles souhaitent stimuler la croissance en rachetant des obligations d'Etat. La politique poursuivie par la Réserve fédérale est particulièrement importante pour les marchés financiers.

Etats-Unis : inflation trop faible et croissance de l'emploi insuffisante

Le marché de l'emploi américain reste faible. Depuis 1990, les Etats-Unis ont connu deux reprises non génératrices d'emploi. Dans le contexte actuel, il faut ajouter que le marché redoute régulièrement une période de déflation, soit une baisse structurelle des prix.

Ceci explique pourquoi la Réserve fédérale veut à nouveau avoir recours à des instruments non conventionnels. L'objectif des rachats d'obligations d'Etat est de réduire encore davantage les taux d'intérêt. Cet assouplissement quantitatif veut faire sortir les entreprises et les consommateurs de leur paralysie. Bien que les sociétés disposent de vastes liquidités, il y a en effet un manque de confiance en ce qui concerne la demande, ce qui pèse sur la création d'emploi. D'un autre côté, la demande est indissociable de la piètre situation sur le marché du travail, cette dernière empêchant les consommateurs d'avoir suffisamment confiance pour dépenser davantage.

Le but est de rétablir la confiance

En adoptant ces mesures, la Réserve fédérale espère renverser la préférence des investisseurs pour les placements liquides et sûrs. Parallèlement, elle espère que les entreprises retrouveront une confiance suffisante pour convertir leurs liquidités en investissements humain et matériel. Pour arriver à ce résultat, la banque centrale devra maintenir le niveau élevé actuel des liquidités et continuer à communiquer dans ce sens avec conviction.

Les déclarations de la Fed ont déjà eu un effet. Le sentiment s'est par exemple déjà amélioré sur les marchés financiers dans l'attente des mesures d'augmentation de la liquidité des banques centrales.

Les craintes d'une guerre des devises et de protectionnisme sont excessives

Le message d'assouplissement de la Réserve fédérale a déjà entraîné un net repli du taux de change du dollar, notamment de plus de 10% par rapport à l'euro depuis le 10 septembre.

Le ministre des Finances brésilien a qualifié ceci de guerre des devises et les médias n'ont pas tardé à reprendre cette expression. Nous estimons toutefois qu'il est actuellement exagéré de parler de guerre des devises. Les craintes de mesures protectionnistes

semblent également une réaction excessive si l'on considère les choses objectivement. Aucune nouvelle législation ne doit être attendue en la matière compte tenu des élections américaines de mi-mandat de début novembre.

Situation : pas de comparaison avec les années trente

Dans les années 1930, plusieurs pays ont dévalué leur devise afin de surmonter leurs difficultés économiques grâce à une hausse de leurs exportations. Si tous les pays dévaluent leur devise, cela va toutefois à l'encontre de l'objectif visé. Ceci étant dit, ce n'est pas la dévaluation qui a causé à l'époque les problèmes commerciaux mondiaux, mais bien les mesures protectionnistes que de nombreux pays ont fini par adopter. La situation actuelle se focalise principalement sur le différend entre les Etats-Unis et la Chine.

Guerre verbale entre les Etats-Unis et la Chine

En bref, la Chine veut que les Etats-Unis diminuent leurs prix afin d'augmenter leur compétitivité. Ces derniers ne s'y résoudront jamais car ceci pourrait conduire au scénario déflationniste tant redouté (baisse structurelle des prix). Un déclin des prix est un scénario catastrophe pour une économie largement endettée. Le niveau d'endettement déjà élevé augmenterait en termes réels.

Les Etats-Unis veulent, pour leur part, que la Chine laisse le renminbi s'apprécier graduellement. Ceci stimulerait la croissance domestique en Chine et pourrait également procurer de nouveaux débouchés pour les sociétés exportatrices américaines. La Chine ne veut toutefois pas abandonner les importants surplus du compte courant de sa balance des paiements. Elle les considère comme un trésor de guerre au sein duquel elle peut puiser en période difficile. Durant la crise du crédit, la Chine a ainsi utilisé ses excédents pour stimuler son économie domestique.

Nous nous attendons globalement à ce que la Chine autorise une augmentation très graduelle de la valeur du renminbi.

La BCE suit son propre cap

Les banques centrales du Royaume-Uni et du Japon sont sur la même longueur d'onde que la Réserve fédérale. De toutes les grandes banques centrales, la BCE est la seule qui ne voit pas de raison de déployer des mesures non conventionnelles supplémentaires.

Ceci est notamment dû à l'amélioration de la situation économique dans 80% de la zone euro. L'économie allemande performe en particulier beaucoup mieux que l'économie américaine. La situation économique est plus mauvaise qu'aux Etats-Unis dans 20% de la zone euro (dans les pays périphériques). En Allemagne, la demande domestique se redresse et le chômage recule. Ceci explique pourquoi la BCE prévoit que l'inflation sera légèrement supérieure aux attentes, plutôt que légèrement inférieure.

La BCE a l'intention de démanteler progressivement ses mesures non conventionnelles en 2011. Toutefois, si l'euro devait être perçu comme trop fort par rapport au dollar américain, elle pourrait changer d'avis.

Actions : la confiance des entrepreneurs augmente graduellement

Marchés stimulés par la Fed

Sur les marchés d'actions, le sentiment s'est amélioré au cours de ces dernières semaines. Les craintes d'un retour en récession des Etats-Unis ont diminué grâce à plusieurs indicateurs économiques supérieurs aux attentes. Le marché du travail américain continue toutefois à préoccuper, mais les chiffres décevants de l'emploi du mois de septembre ont convaincu les marchés que la Fed va bientôt annoncer l'adoption de nouvelles mesures de relance. Les liquidités supplémentaires que la Fed (ainsi que les banques centrales du Japon et du Royaume-Uni) injectera dans le système financier stimuleront les marchés d'actions étant donné que certains capitaux se dirigeront vers ceux-ci. En outre, le risque d'un retour en récession a sensiblement diminué et les attentes d'une baisse persistante de l'inflation peuvent maintenant s'estomper.

L'appétit du risque des investisseurs demeure néanmoins plutôt faible. Les statistiques montrent que la plus grande partie des flux de capitaux prend la direction des marchés obligataires. Au niveau des marchés d'action, la majorité des capitaux se dirige vers les marchés émergents, mais il convient de remarquer que les obligations de ces marchés sont plus populaires que leurs actions.

Les matériaux profitent du rebond des cours

Alors que les actions des marchés émergents sont les plus appréciées sur le plan régional, le secteur le plus convoité est celui des matériaux. Ceci est essentiellement imputable à la hausse des prix des matières premières. Plusieurs raisons sont à l'origine de cette dernière. Tout d'abord, les chiffres de la production industrielles ont dépassé les attentes aux Etats-Unis et, surtout, en Chine. L'indice PMI chinois, qui reflète l'activité industrielle, a augmenté pour le second mois consécutif et suggère que la croissance chinoise ne ralentit que modérément. Les composantes « nouvelles commandes » et « importations » ont été particulièrement solides. Un second facteur soutenant les prix des matières premières est la liquidité élevée des marchés, dont une partie prend la direction des marchés des matières premières. Troisièmement, la dépréciation du dollar américain a également un effet haussier sur les prix des matières premières, ces derniers étant exprimés en dollar. Convertis dans d'autres devises, comme par exemple le renminbi chinois, les prix des matières premières sont moins élevés.

Contribution des entreprises à la liquidité

En dehors des banques centrales, les sociétés contribuent également à la liquidité. Elles se portent en effet bien, leur bilan est solide et la rentabilité s'est redressée grâce à la combinaison de la réduction des coûts et de la reprise du commerce mondial tirée par les marchés émergents.

Rachats d'actions

Le facteur déterminant pour les dépenses des entreprises est la confiance. Le niveau de confiance affecte la façon dont les

entreprises dépensent leur argent. La première chose que les sociétés font est de racheter leurs propres actions. Les sociétés affichant un bilan sain peuvent se permettre d'augmenter leur endettement en émettant des obligations d'entreprises et en utilisant le produit pour racheter leurs propres actions sur le marché. C'est une option attrayante pour les sociétés maintenant que le rendement des obligations d'entreprises est, dans de nombreux secteurs, inférieur au rendement des actions. Le rachat d'actions permet de réduire le coût de financement et augmente le return des fonds propres. Le bénéfice par action croît également étant donné que le nombre d'actions en circulation diminue.

Hausse des dividendes

Pour dépenser leur liquidité, les sociétés peuvent également augmenter leur dividende. Ceci nécessite toutefois une plus grande confiance dans la rentabilité future. Une société qui abaisse par la suite son dividende est en effet « punie » par les investisseurs. Dans la phase actuelle du cycle économique, les augmentations de dividendes sont restées à la traîne par rapport à la forte hausse des bénéfices. Nous tablons sur un mouvement de rattrapage en 2011 et 2012.

Fusions et acquisitions

La troisième option, qui demande une confiance dans l'avenir encore plus grande, est celle des fusions et acquisitions. Ces derniers mois, on a clairement assisté à une hausse des activités de fusion et d'acquisition, mais nous sommes toujours au début de ce nouveau cycle. Les fusions sont les plus nombreuses en Asie, tant sur les marchés émergents que dans les pays développés. En USD, l'Amérique du Nord arrive en tête. Un autre point intéressant concerne le financement des acquisitions. Plus de 60% des transactions effectuées en 2010 sont financées par des liquidités, tandis que le financement en actions n'atteint pas 20%.

Hausse des investissements

Enfin, les sociétés cherchant à dépenser peuvent accroître leurs investissements. Ceci ne s'est pas encore produit, ce qui semble logique en raison des surcapacités persistantes. Les entreprises ont néanmoins investi peu au cours de ces dernières années, ce qui signifie que certains outils (comme les machines) sont arrivés à la fin de leur cycle de vie. Les engagements sont également peu nombreux, surtout aux Etats-Unis. Les sociétés et les consommateurs se retrouvent ainsi dans une impasse : les ménages resserrent les cordons de leur bourse par crainte du chômage, tandis que les sociétés ne recrutent pas en raison de leurs doutes à propos de la demande finale.

Une confiance relativement élevée des entreprises dans l'économie et la rentabilité future est nécessaire pour une hausse des investissements. Eu égard à la faible consommation dans les économies développées, en particulier aux Etats-Unis, une telle confiance n'est pas probable.

Obligations : contexte favorable pour les marchés tirés par la liquidité

Achetez maintenant, posez des questions plus tard

Les mesures non conventionnelles déjà mises en œuvre par la Banque du Japon ainsi que les mesures attendues de la part des banques centrales du Royaume-Uni et des Etats-Unis devraient soutenir tous les marchés financiers, en particulier les marchés obligataires les plus risqués.

Tout d'abord, le risque cyclique a diminué en raison des mesures planifiées. Les cours n'incorporent ainsi plus le risque d'un retour en récession de l'économie américaine. Les nouvelles économiques positives en provenance de Chine ont également eu un impact positif.

Deuxièmement, dans les mesures proposées par les banques centrales, nous distinguons une raison de plus pour les investisseurs de rechercher un rendement supérieur. Pour que l'effet de l'assouplissement quantitatif sur le comportement des investisseurs, des sociétés et des consommateurs soit optimal, il est en effet crucial que les banques centrales poursuivent leur politique actuelle qui vise à maintenir les taux d'intérêt à un faible niveau pendant longtemps.

Nous pensons que dans ce contexte, la quête du rendement sera l'un des principaux thèmes d'investissement de 2011.

Quête de rendement

La diminution du risque cyclique est positive pour les obligations d'entreprises à haut rendement, entre autres. Afin d'accroître leur rendement, les investisseurs devraient, au sein de leur allocation tactique d'actifs, accorder davantage de place aux obligations à haut rendement et aux autres classes d'actifs plus risquées, notamment les obligations des pays émergents.

Nous ne nous attendons toutefois pas à ce que ces flux de capitaux vers les classes d'actifs plus risquées aillent de pair avec des désinvestissements équivalents sur les marchés des obligations d'Etat des économies développées (Etats-Unis, Allemagne). Compte tenu des importantes surcapacités (industrie, marché du travail) dans les économies développées, les rendements obligataires (Etats-Unis, Allemagne) pourraient rester faibles. Selon nous, les taux des obligations d'Etat à 10 ans continueront à fluctuer entre 2% et 3%.

Effet de la politique monétaire sur les économies émergentes

Les mesures non conventionnelles prises par les banques centrales des pays développés conduiront probablement à une appréciation des devises des pays émergents. L'effet sera toutefois différent selon le pays. Certains pays autoriseront une hausse du taux de change nominal, tandis que d'autres constateront surtout un effet haussier sur l'inflation domestique. Une combinaison des deux effets est également possible.

La Chine, par exemple, tentera de protéger ses secteurs exportateurs en maintenant la relation plus ou moins fixe avec les devises des économies développées. Cela signifie en réalité que la Chine importera la politique monétaire extrêmement souple des Etats-Unis. Eu égard à la solide croissance économique chinoise, il semble que cela pourrait entraîner à plus long terme des pressions haussières sur l'inflation. D'autres pays, comme l'Inde, pourraient choisir de laisser leur devise s'apprécier. Dans le cas de l'Inde, le pays est déjà confronté à des pressions domestiques haussières sur l'inflation.

Dans tous les cas, ce contexte est susceptible de conduire à une performance des devises des pays émergents et des obligations des pays émergents en monnaies fortes supérieure à celle des classes obligataires des économies développées. Bref, nous restons positifs pour les obligations des marchés émergents tant en monnaies fortes qu'en devises locales.

Immobilier, matières premières et liquidités

Immobilier : position neutre

Les taux d'intérêt historiquement faibles ont un impact positif sur l'immobilier, notamment parce que les investisseurs à la recherche de rendements substantiels devront faire place aux valeurs immobilières au sein de l'allocation tactique de leurs actifs. En Europe surtout, plusieurs sociétés immobilières sont réputées pour leur rendement du dividende relativement élevé. Ceci a contribué ces deux derniers mois à un mouvement de rattrapage des valeurs immobilières européennes, qui avaient précédemment été à la traîne par rapport à leurs équivalents américains. Il semble que cette tendance soit de nature à persister. Sur base des fondamentaux (valorisations, croissance économique dépassant les attentes), nous sommes particulièrement positifs pour le segment commercial européen. Nous pensons globalement que les valeurs immobilières mondiales sont correctement valorisées.

Matières premières : position neutre

Les inquiétudes à propos du cap le plus probable de l'économie chinoise et les mesures (attendues) des responsables politiques chinois devraient continuer à influencer les mouvements sur les marchés des matières premières. Ceci sera particulièrement vrai pour le secteur des métaux. Pour l'instant, nous continuons à penser que la croissance de l'économie chinoise va ralentir graduellement. Sur la base de nos analyses, nous estimons qu'il existe un potentiel de hausse pour le marché des métaux étant donné que l'on pourrait assister durant ce trimestre à une reconstitution des stocks en Chine.

Par solde, nous restons neutres pour les matières d'actifs en tant que classe d'actifs. Au sein des matières premières, nous avons une préférence pour l'or.

Liquidités : position négative

Les rendements sont extrêmement faibles sur les marchés monétaires. Les investisseurs restent en quête d'alternatives à plus haut rendement, allant des obligations d'Etat à plus longue maturité

aux actions à haut dividende. Nous demeurons par conséquent négatifs pour les liquidités.

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 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.