

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	=
Soins de santé	+
Finance	-
Technologie	+
Télécommunications	+
Services aux collectivités	=
positif (+), neutre (=), négatif (-)	

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

Eléments clés

- L'assouplissement quantitatif attendu depuis longtemps soutient les marchés
- La tendance économique s'améliore
- 2011 sera une bonne année pour les actions
- Les produits affichant un spread profitent de la quête de rendement

Gérer les incertitudes reste un défi majeur

Les nouvelles largement positives de ces dernières semaines ont prolongé le sentiment optimiste sur les marchés financiers. La banque centrale américaine (Fed) a ainsi annoncé une nouvelle série de mesures d'assouplissement quantitatif qui était attendue depuis longtemps. La Fed a l'intention d'acheter des obligations d'Etat américaines pour un montant de USD 600 milliards d'ici mi-2011. Même si les marchés anticipaient cette nouvelle depuis près de deux mois déjà, ils ont réagi positivement. Les statistiques relatives à l'économie américaine ont également été encourageantes. L'activité s'est redressée en octobre, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services. La croissance de l'emploi a, en outre, largement dépassé les attentes en octobre.

Les bénéfices des entreprises publiés jusqu'à présent pour le troisième trimestre ont souvent dépassé les attentes. Aux Etats-Unis, plus de 80% des bénéfices ont été meilleurs que prévu, tandis que près de 70% des sociétés ont publié un chiffre d'affaires supérieur aux prévisions. En Europe, les résultats ont été moins robustes, mais ici aussi, près de 65% des bénéfices publiés ont dépassé les attentes.

Il n'y a toutefois pas eu que des éléments favorables. Les inquiétudes relatives aux dettes souveraines – en particulier celle de l'Irlande – ont refait surface, en raison notamment des remarques de la chancelière allemande, Angela Merkel. L'inflation a fortement augmenté en Chine, ce qui a ravivé les craintes d'un resserrement de la politique monétaire. Ces deux phénomènes ont provoqué des prises de bénéfices massives à la mi-novembre.

Nous sommes davantage positifs pour les matières premières et l'immobilier

Les fondamentaux s'améliorent pour ces deux classes d'actions. Ces dernières profitent également de l'assouplissement quantitatif, qui renforce la quête de rendement des investisseurs. Les valeurs immobilières tirent profit de cette tendance grâce à leur rendement du dividende attrayant. Les matières premières bénéficient, pour leur part, de la dépréciation du dollar et de leur forte corrélation avec les marchés émergents, vers lesquels se dirige une grande partie des liquidités supplémentaires.

Economie : la tendance s'améliore

Ralentissement de l'économie mondiale

Au cours des cinq derniers mois, la croissance économique mondiale a ralenti manifestement après l'accélération amorcée durant le second semestre de 2009. Cette décélération était attendue étant donné que le rebond de la croissance était surtout alimenté par la reconstitution des stocks des entreprises et une hausse de la demande résultant des stimulants budgétaires des gouvernements dans les économies développées. L'impulsion résultant du cycle des stocks a diminué durant l'été, tandis que de nombreux gouvernements de pays développés mènent désormais une politique budgétaire plus stricte, ce qui aura un impact négatif sur la croissance. Jusqu'à présent, les autorités chinoises sont parvenues à assurer un atterrissage en douceur de leur économie, ce qui a tempéré les craintes de surchauffe du marché immobilier.

La croissance chinoise semble avoir atteint son creux

Le fardeau de la stimulation de la croissance mondiale repose maintenant largement sur les épaules de la demande finale, dont les perspectives de croissance sont mitigées. Les nouvelles positives proviennent des marchés émergents, où la demande domestique reste robuste. La production semble s'accélérer tout particulièrement en Chine. En octobre, l'activité du secteur manufacturier chinois a atteint son niveau le plus élevé des six derniers mois. Nous pensons que la croissance économique chinoise atteindra son creux durant le trimestre à un niveau de 8,5%. Pour 2011, nous prévoyons une croissance de 8,5-9%. L'économie chinoise sera essentiellement tirée par la croissance de la consommation et des investissements. Nous nous attendons à ce que le secteur exportateur soit en mesure de limiter les dommages causés par le repli de la croissance du commerce mondial.

L'inflation chinoise pourrait poser problème

La politique monétaire chinoise devrait rester stricte. La forte croissance de la demande domestique, combinée à la hausse des prix des matières premières, devrait propulser l'inflation à la hausse. Les derniers chiffres de l'inflation en témoignent d'ailleurs. Les prix à la consommation ont augmenté en octobre de 4,4% en glissement annuel, après une hausse de 3,6% en septembre. La hausse est largement imputable aux prix alimentaires volatils. Nous nous attendons cependant à ce que les pressions inflationnistes haussières persistent. Nous prévoyons une croissance de 4,1% pour l'ensemble de 2011, avec un pic d'inflation de près de 5% durant l'été.

La forte hausse de l'inflation en Chine pourrait avoir des conséquences négatives pour l'appétit du risque des investisseurs mondiaux. La Chine est considérée comme le principal moteur de la croissance économique mondiale. Or, une hausse de l'inflation contraindrait la Chine à resserrer sa politique monétaire, et donc à prendre des mesures susceptibles de peser sur la croissance. Ceci pourrait entraîner des révisions à la baisse des prévisions de croissance pour la Chine et le monde entier.

La Chine vient de relever une fois de plus les exigences en matière de réserves pour les banques chinoises afin de freiner la croissance des crédits. Des relèvements des taux pourraient suivre. L'appréciation graduelle de la devise chinoise, le renminbi, est susceptible d'alléger les pressions inflationnistes. Quoiqu'il en soit, la Chine prendra toutes les mesures nécessaires pour éviter un dérapage de l'inflation.

Croissance à deux vitesses dans la zone euro

La zone euro se caractérise aujourd'hui par une croissance à deux vitesses. La tendance des pays du noyau dur, tirée par l'Allemagne, contraste avec celle des pays périphériques. L'indicateur Ifo allemand de la confiance industrielle a atteint en octobre son niveau le plus élevé depuis trois ans et demi. L'indicateur de la Commission européenne de la confiance des consommateurs et des entrepreneurs a de nouveau progressé en octobre grâce à des améliorations en Allemagne et en France. Dans les pays périphériques, le sentiment est en revanche stationnaire ou en léger repli et se situe à des niveaux clairement inférieurs à la moyenne à long terme.

Les craintes relatives aux finances publiques ont refait surface au cours de ces dernières semaines. Ceci est principalement lié au débat politique sur le mécanisme qui remplacera le fonds de sauvetage instauré en mai pour les pays menacés par des difficultés financières. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) cessera en effet d'exister en 2013. La chancelière allemande, Angela Merkel, a laissé entendre que le mécanisme de crise actuel ne pourrait être prolongé après l'échéance de 2013. En cas de cessation de paiement d'un Etat, les détenteurs d'obligations ne devraient plus être à l'abri de pertes. Les marchés obligataires ont commencé à anticiper une telle évolution, de sorte que les primes de risque ont augmenté, en particulier pour les obligations grecques, irlandaises et portugaises.

L'économie américaine n'est pas encore sortie de l'impasse

L'économie américaine affiche des signes de redressement. Au troisième trimestre, la croissance économique s'est élevée à 2% en glissement annuel, grâce surtout à la reconstitution des stocks et aux dépenses de consommation. Les indices ISM, qui mesurent l'activité dans l'industrie manufacturière et le secteur des services, témoignent, en outre, d'une accélération de la croissance en octobre. L'emploi du secteur privé a augmenté de façon inattendue de 159.000 unités en octobre. La tendance est désormais supérieure à 100.000 pour les créations d'emplois. Le nombre d'heures travaillées est également à nouveau orienté à la hausse. Il y a donc des signes encourageants, mais il faut garder à l'esprit que la croissance actuelle de l'emploi est loin d'être suffisante pour réduire structurellement le taux de chômage, qui est resté de 9,6%. La confiance des consommateurs est par conséquent faible et il ne semble dès lors pas que la consommation apportera une contribution substantielle à la croissance économique à court terme.

2011 sera une bonne année pour les actions

Les bénéficiaires pourraient croître substantiellement

En dépit des modestes prévisions économiques pour les pays développés, les bénéficiaires des entreprises pourraient croître substantiellement en 2011. Les sociétés des économies émergentes (+20%) feront à cet égard nettement mieux que les sociétés américaines et européennes (+10%). Entre-temps, les chiffres du troisième trimestre continuent à surprendre à la hausse. La tendance bénéficiaire reste également positive : au cours de ces dernières semaines, il y a eu davantage de révisions à la hausse des prévisions bénéficiaires des analystes que de révisions à la baisse.

La croissance bénéficiaire, les valorisations et les liquidités disponibles seront, à nos yeux, les principaux facteurs de soutien pour les actions en 2011.

Les sources de croissance bénéficiaire

La première source de croissance bénéficiaire sera la croissance des chiffres d'affaires de 4,5 à 5,5%, grâce à la croissance économique positive (quoique inférieure à la moyenne) dans les pays développés et, surtout, à la solide expansion dans les marchés émergents. La hausse des chiffres d'affaires augmente les marges d'exploitation, car les coûts fixes par unité produite diminuent. En outre, les sociétés tirent profit des taux d'intérêt très faibles. Elles sont, en effet, en mesure de financer leurs activités à moindre prix. Elles profitent, par ailleurs, de la faiblesse des taux pour étendre leurs prêts, ce qui leur permet d'assurer un financement à bon marché pendant longtemps.

Le rachat d'actions a également un effet positif sur le bénéfice par action, en particulier aux Etats-Unis. Dans le secteur bancaire, la situation est toutefois différente. Les banques devront, en effet, émettre de nouvelles actions en raison des exigences plus strictes imposées par les autorités de tutelle.

Forte croissance bénéficiaire et faibles valorisations

Les actions mondiales affichent des valorisations attrayantes, tant en perspective historique qu'en comparaison des faibles rendements des marchés obligataires. Etant donné que depuis le début de l'année, les cours ont été à la traîne par rapport à la croissance bénéficiaire étonnamment forte, les ratios cours/bénéfices (P/E) sont inférieurs à leur moyenne à long terme.

Ce que les investisseurs négligent souvent, c'est l'effet positif des taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs sur les valorisations des actions. La faiblesse des taux d'intérêt implique que les cash-flows futurs des entreprises devront être escomptés à des taux inférieurs, ce qui pousse en soi les ratios cours/bénéfices à la hausse.

Lutte de pouvoir entre les Etats-Unis et la Chine

Les relations géopolitiques actuelles impliquent d'énormes incertitudes. Il est vrai que le risque d'un retour en récession (double creux) aux Etats-Unis a récemment été relégué à l'arrière-plan en raison de la publication de plusieurs indicateurs supérieurs

aux attentes. D'autres risques l'ont toutefois remplacé. La situation précaire du marché des obligations d'Etat européennes a ainsi de nouveau été mise en évidence (en particulier la situation de l'Irlande et du Portugal). Les Etats-Unis et la Chine sont également divisés en ce qui concerne leur politique de change. Nous supposons que les hommes politiques resteront calmes dans la lutte actuelle pour le pouvoir géopolitique. Il n'y a toutefois pas de garantie que des mesures protectionnistes seront évitées à long terme.

Alternance entre incertitudes et opportunités

Les incertitudes resteront élevées. La recherche des bonnes méthodes pour faire face aux changements économiques rapides, comme l'essor des économies émergentes, est un processus qui requiert beaucoup de patience et de nombreux petits pas. Entre-temps, les multiples incertitudes ont conduit à une hausse des primes de risque pour les actions.

Compte tenu des incertitudes et des gains des marchés d'actions en octobre et en novembre, nous sommes prudents pour le court terme. A plus long terme (d'ici décembre 2011), nous nous attendons à ce que la croissance bénéficiaire attendue, les valorisations relativement faibles et les liquidités excédentaires entraînent d'importantes hausses des cours. Pour les marchés développés, nous prévoyons une progression des cours de 10 à 15% et pour les marchés émergents des gains de l'ordre de 20%. Ceci se base exclusivement sur la croissance bénéficiaire de 2010, qui n'est pas encore incorporée dans les cours, et sur la croissance bénéficiaire attendue pour 2011. Nous ne modifions pas nos ratios cours/bénéfices.

Nos thèmes d'investissement en 2011

Les thèmes de cette année - la quête de rendement et les marchés émergents - seront également nos thèmes en 2011. A cela vient s'ajouter le thème de la hausse des dépenses des entreprises.

Dans le cadre de la quête du rendement, l'accent est mis, au sein des marchés développés, sur les rendements du dividende élevés (par rapport aux taux d'intérêt faibles) et sur la croissance attendue des dividendes. En Europe, l'écart entre la croissance bénéficiaire et la croissance des dividendes a atteint son niveau le plus élevé depuis près de 40 ans.

Les marchés émergents restent l'un de nos thèmes en raison de leurs fondamentaux supérieurs et de leurs valorisations. Ces dernières sont proches de celles des marchés développés, alors que certains arguments (dont la croissance bénéficiaire plus élevée) justifient une prime.

Les vastes liquidités à la disposition des sociétés nous incitent à faire des dépenses des entreprises un nouveau thème. Selon Moody's Investors Service, les 500 sociétés de l'indice S&P 500 détiennent actuellement des liquidités cumulées de près de 1.000 milliards de dollars. La façon dont ces capitaux seront dépensés (rachat d'actions, augmentation du dividende, acquisitions, accroissement des investissements) devrait soutenir tant l'économie mondiale que les marchés financiers mondiaux.

Obligations soutenues par les flux massifs de capitaux

Climat favorable aux obligations d'Etat

Au cours de ces derniers mois, les marchés obligataires ont été tirés par deux facteurs principaux : les importants flux de capitaux entrants et (les signes de) la stabilisation de l'économie mondiale. Ceci constitue un contexte favorable aux obligations d'Etat car la politique monétaire très souple des banques centrales maintient les taux à des niveaux historiquement faibles et réduit le risque de ventes massives sur ces marchés. L'assouplissement quantitatif entraîne une hausse des cours des obligations que la banque centrale a l'intention d'acheter (dans le cas de la Fed, essentiellement des obligations d'Etat américaines) et une baisse de leurs taux. La désinflation persistante dans les économies développées, en raison des output gaps qui restent élevés, continue à contribuer aux pressions baissières sur les taux. Nous nous attendons à ce que le rendement des obligations d'Etat allemandes et américaines fluctue entre 2% et 3% en 2011. Nous restons positifs pour ce segment obligataire.

Les obligations offrant des rendements plus élevés seront surtout favorisées

Le contexte est également bénéfique aux produits affichant un spread – obligations offrant une prime de risque par rapport aux obligations d'Etat. En dehors de l'amélioration de la tendance économique, ces produits profitent également de l'assouplissement quantitatif. Le très faible niveau des obligations d'Etat (à l'exception des obligations des pays périphériques de la zone euro) incite les investisseurs à rechercher des produits offrant des rendements plus élevés. Sur les marchés obligataires, les obligations des pays émergents et les obligations à haut rendement profitent en particulier de cette quête. La faiblesse des taux du papier d'Etat américain implique que le différentiel de taux (spread) par rapport aux obligations à haut rendement a atteint des niveaux historiquement élevés. Près de 75% du rendement total des obligations à haut rendement provient du spread par rapport au taux des obligations d'Etat.

Appréciation des devises des pays émergents

De grandes quantités de capitaux sont investis dans les obligations des pays émergents. Au cours des six derniers trimestres, les actifs gérés par tous les fonds d'obligations des pays émergents ont crû de plus de 50%. Les importants flux de capitaux vers les marchés émergents conduisent également à une appréciation de leurs devises. Ceci constitue un climat favorable aux investissements en (obligations libellées en) devises locales. Pour ces pays, ceci entraîne aussi un risque de hausse des pressions inflationnistes. En outre, une devise plus chère pénalise les exportations. Les pays peuvent relever leurs taux afin d'enrayer l'inflation, mais ceci accroît leur attrait pour les investisseurs étrangers. Les pays émergents sont dès lors très prudents dans ce domaine. Une alternative est l'introduction de restrictions en matière de capitaux. La Thaïlande et le Brésil ont ainsi adopté récemment une taxe sur les capitaux étrangers.

Nous supposons que les flux de capitaux vers les marchés émergents resteront élevés grâce à la solide croissance économique, aux valorisations attrayantes et aux rendements intéressants. Nous restons dès lors positifs pour les obligations des pays émergents, tant en devises locales qu'en monnaies fortes.

Immobilier, matières premières et cash

Nous sommes légèrement positifs pour l'immobilier

Nous avons fait passer notre position pour les valeurs immobilières de neutre à légèrement positive. Les taux d'intérêt historiquement faibles ont un effet positif sur l'immobilier, notamment parce que les investisseurs à la recherche de rendements substantiels augmentent le poids des valeurs immobilières dans la répartition tactique de leurs actifs. En Europe surtout, plusieurs sociétés immobilières sont réputées pour leur rendement du dividende relativement élevé. Les valeurs immobilières européennes, qui avaient précédemment été à la traîne par rapport à leurs équivalents américains, ont ainsi entamé un mouvement de rattrapage. 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 que les valeurs immobilières mondiales sont correctement valorisées.

Nous sommes moyennement positifs pour les matières premières

Nous avons changé notre position neutre pour les matières premières en une position moyennement positive. Les statistiques montrent que la Chine reconstitue ses stocks. Les importations de minerai de fer, de charbon et de pétrole ont augmenté en septembre. Ce rebond cyclique est stimulé par les mesures d'assouplissement quantitatif adoptées aux Etats-Unis et ailleurs, lesquelles accroissent les flux de liquidités en direction des marchés émergents. Il se pourrait toutefois que la Chine adopte de nouvelles mesures de resserrement susceptibles de peser sur le sentiment à l'égard des matières premières. Les mesures prises par les autorités chinoises continuent dès lors à influencer largement les mouvements sur le marché des matières premières. En raison des facteurs susmentionnés, nous prévoyons néanmoins un climat favorable aux matières premières. Nous restons également positifs pour l'or.

Nous sommes négatifs pour le cash

Les rendements sont toujours 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 le cash.

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.