

# MarketScope

Aussi longtemps que les autorités – surtout européennes – continuent à manquer d'initiative, nous ne prendrons pas de risques substantiels. Nous préférons les obligations d'État AAA aux obligations d'entreprises et aux actions.

- Risque de récession lié à la crise de la dette
- Les hommes politiques tardent à s'attaquer aux problèmes
- Les investisseurs en actions souffrent d'une forte aversion au risque
- Les taux à 10 ans resteront faibles pendant longtemps

## Les craintes de récession continuent à peser sur les marchés

Obligations	
Taux à 10 ans (prévision à 3 mois)	
États-Unis	2,8%
Zone euro	2,6%
Japon	1,0%
Obligations investment grade	-
Obligations à haut rendement	+
Obligations des marchés émergents	
Monnaies fortes	+
Devises locales	+
positif (+), neutre (=), négatif (-)	
Actions	
Énergie	=
Matériaux	-
Industrie	-
Biens de consommation durables	-
Biens de consommation courante	+
Soins de santé	+
Finances	-
Technologie	+
Télécommunications	+
Services aux collectivités	=
positif (+), neutre (=), négatif (-)	
Régions	
États-Unis	=
Europe	-
Japon	+
Marchés émergents	+
positif (+), neutre (=), négatif (-)	

Source : ING Investment Management, 23 août 2011

Ces dernières semaines, les marchés financiers ont été très volatils. Le déclassement du rating souverain des États-Unis le 5 août – quoique pas tout à fait inattendu – a incité les investisseurs à se défaire de leurs actions et de leurs autres placements risqués.

Le déclassement est intervenu après une semaine de chiffres économiques décevants montrant que la croissance économique américaine continue à se détériorer. Les hommes politiques américains ont certes conclu un accord sur le relèvement du plafond de la dette, mais ceci est neutralisé par toute une série de mesures d'austérité. Les marchés redoutent que ces économies – qui sont selon l'agence de notation S&P loin d'être suffisantes pour assainir le budget – pèsent sur la croissance. Les craintes de retour en récession ont entraîné une large détérioration du sentiment du marché.

La dette souveraine des pays périphériques de la zone euro reste également préoccupante. L'accord sur un nouveau programme de soutien pour la Grèce n'a apporté qu'un soulagement temporaire. Les marchés pensent que les moyens du FESF (Fonds européen de stabilité financière) doivent être accrus au cas où l'Espagne et l'Italie se retrouveraient sous pression. Une attaque spéculative sur les marchés obligataires espagnols et italiens a entraîné une forte hausse des taux obligataires de ces pays. Le sentiment en a été fortement affecté. La BCE a ensuite contribué à un apaisement en achetant massivement des obligations espagnoles et italiennes, dont les taux ont dès lors baissé.

Jusqu'à présent, les autorités tant américaines qu'européennes ne se sont guère attaquées au problème de l'endettement de façon structurelle. Ceci a un impact négatif sur la confiance des consommateurs et des entrepreneurs, ainsi que sur le sentiment des marchés financiers. Ces tendances pourraient se renforcer mutuellement, augmentant le risque d'un retour en récession. Ceci n'est toutefois pas notre scénario central.

## **Economie : risque de récession en raison de la crise de la dette**

### **Les autorités tardent à s'attaquer aux problèmes**

Les hommes politiques des deux côtés de l'Atlantique sont confrontés à la question épineuse de savoir comment la crise de la dette doit être résolue. Des mesures budgétaires structurelles sont nécessaires pour y arriver et, dans le cas de la zone euro, de nombreux milliards doivent être mis à disposition sous la forme de garanties pour le FESF, le fonds d'urgence. Il ne s'agit pas d'un message facile à faire passer auprès des électeurs et les hommes politiques sont confrontés à une lourde tâche. Et pour couronner le tout, il n'y a pratiquement pas de consensus entre les hommes politiques : il y a de nombreuses dissensions entre les Démocrates et les Républicains aux États-Unis et entre les divers États membres (du cœur) de la zone euro. Pour l'instant, les autorités se contentent de prendre des mesures à court terme et tardent à s'attaquer aux racines mêmes des problèmes. Jusqu'à présent, aucune réforme structurelle significative n'a été mise en œuvre.

### **Risque accru de récession**

Il y a un risque accru que l'économie mondiale paie le prix fort pour le manque d'initiative des leaders politiques. La confiance tant des entrepreneurs que des consommateurs est clairement affectée. Aux États-Unis, la confiance des consommateurs mesurée par l'Université du Michigan est quasiment retombée le mois passé à son niveau le plus faible jamais enregistré. La faiblesse de la confiance est susceptible d'affecter les dépenses de consommation, ce qui alimente à son tour les craintes des entreprises à propos de la demande finale. Ces dernières hésitent alors à investir et à engager du personnel. Étant donné qu'une croissance économique est nécessaire pour atteindre les objectifs de réduction du déficit, un cercle vicieux risque de s'installer.

Les mesures d'austérité imminentes auront également un effet négatif sur la croissance économique. Dans le cas des États-Unis, ces mesures devraient amputer la croissance d'au moins 1,5 point de pourcentage au cours des six prochains trimestres. Nous ne pensons pas que le secteur privé sera capable de compenser ceci. Les États-Unis devront dès lors continuer à stimuler l'économie au cours des prochaines années et, dans le même temps, faire clairement comprendre que le déficit budgétaire sera réduit dès que l'économie sera en meilleure santé.

### **Les hommes politiques ne veulent pas mettre de côté leurs propres intérêts**

Dans la zone euro également, les problèmes sont liés au budget. Les finances publiques de la zone prise dans son ensemble sont en bien meilleure santé que celles des États-Unis et du Royaume-Uni. Toutefois, ces capacités ne sont pas divisées de façon efficace entre tous les États membres. Ceci est essentiellement dû au fait que les hommes politiques ne sont pas capables ou ne souhaitent pas mettre leurs intérêts nationaux de côté pour le bien de toute la zone.

Lors des discussions sur le dernier plan de soutien pour la Grèce de fin juillet, les leaders européens ont aussi décidé d'étendre les compétences du FESF. Il lui sera, par exemple, permis d'acheter des obligations des pays de la zone sur le marché primaire afin de peser sur les taux. Les banques pourront également obtenir des capitaux supplémentaires. Toutefois, les conditions de ces emprunts seront très strictes : ceci ne sera possible que dans des circonstances 'exceptionnelles', avec l'approbation de la BCE et des pays de la zone euro. Dans la pratique, cette dernière condition constituera une importante pierre d'achoppement, compte tenu des intérêts nationaux divergents des pays individuels. Les modifications du FESF doivent par ailleurs être ratifiées par les parlements nationaux. Selon nous, le FESF amendé ne sera pas opérationnel avant fin septembre dans le meilleur des cas.

### **Les moyens du FESF doivent être accrus**

Le plus décevant est que les moyens du FESF n'ont pas été augmentés. Les moyens financiers du fonds s'élèvent actuellement 440 milliards d'euros. Ceci est suffisant pour venir au secours de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande, mais ne l'est pas si des pays tels l'Espagne et l'Italie ou des banques devaient se retrouver en difficultés. Selon nous, les moyens devraient être portés à au moins 2.000 milliards d'euros pour convaincre les marchés que la zone euro peut survivre à toute attaque spéculative. Ce n'est actuellement pas le cas et peu après le sommet européen, on a assisté à une attaque sur l'Espagne et l'Italie, qui a rapidement poussé leurs rendements obligataires à plus de 6%. Ce niveau est tenable à court terme, mais pas à long terme si les pays doivent refinancer des quantités importantes de dettes.

La BCE a agi comme investisseur de dernier ressort et a acheté des obligations d'État italiennes et espagnoles sur le marché. En l'espace d'une semaine, la banque centrale a dépensé 22 milliards d'euros en obligations, ce qui a entraîné une contraction des spreads espagnols et italiens de près de 135 points de base. Le programme de rachat de la BCE peut servir de solution temporaire jusqu'à ce que le FESF soit en mesure d'acheter du papier d'État. Étant donné qu'il n'y a pas de consensus sur le programme de rachat au sein de la BCE, il ne faut cependant pas s'attendre à d'énormes achats d'obligations.

### **Les turbulences persisteront en l'absence d'une solution structurelle**

Aussi longtemps qu'une solution structurelle ne sera pas trouvée, le risque systémique persistera, ce qui entraîne à son tour des turbulences et de la volatilité. Les doutes des marchés sur les capacités du FESF risquent de provoquer une nouvelle hausse des spreads des obligations espagnoles et italiennes plus tard dans l'année. Si ceci devait se produire, la BCE serait à nouveau forcée d'agir. Nous serons par conséquent soulagés par une augmentation substantielle des moyens du FESF. L'objectif ultime est une intégration politique et budgétaire avec un transfert d'autorité des États membres vers l'UE et l'émission d'euro-obligations

communes. Ceci nécessiterait bien sûr une ratification par les parlements nationaux et ne peut dès lors être attendu à court terme.

### Actions : aversion au risque élevée

#### Les marchés d'actions ont été très volatils

Au cours de ces dernières semaines, les marchés d'actions ont été caractérisés par une grande volatilité. Le mois de juillet s'est clôturé sur un léger repli en raison notamment de l'accord sur le nouveau plan de soutien pour la Grèce et les autres pays périphériques conclu à la fin du mois. Août a commencé très mal car les investisseurs ont été déçus par le plan, tandis que l'Espagne et l'Italie ont succombé à la contagion. Il y a eu, en outre, les incertitudes entourant les mesures d'austérité des États-Unis, suivies par le déclassement du rating de la dette américaine par S&P. Les inquiétudes relatives à la dette des deux côtés de l'Atlantique ont coïncidé, par ailleurs, avec la publication d'indicateurs économiques inférieurs aux attentes, suggérant un ralentissement substantiel de la croissance économique mondiale.

Ceci a entraîné un net repli des cours sur les marchés mondiaux durant les deux premières semaines d'août. Ensuite, les cours ont fortement rebondi pendant quelques jours, grâce notamment à quelques indicateurs meilleurs que prévu. Certains investisseurs se demandent si le pire est désormais derrière nous et s'ils peuvent maintenant espérer un redressement. Selon nous, deux problèmes majeurs doivent d'abord être résolus avant que les investisseurs puissent envisager une embellie boursière.

#### Les craintes de récession pèsent sur la confiance

Premièrement, il convient de distinguer des signes indiquant clairement que le ralentissement de la croissance économique mondiale a pris fin. Deuxièmement, une solution structurelle doit être trouvée à la crise de la dette de la zone euro. Pour compliquer le tout, ces deux problèmes sont étroitement liés. La faiblesse de la croissance économique freine la réalisation des objectifs de réduction des déficits budgétaires, tandis que le manque de confiance résultant des craintes relatives à la crise de la dette a un impact négatif sur les perspectives de croissance.

Nous estimons actuellement la probabilité d'un retour en récession à 30%-40%. Les risques baissiers affecteront les marchés financiers et, par conséquent, la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. On observe déjà des signes suggérant que les sociétés reportent d'importants projets d'investissements. Les activités de fusion et d'acquisition pourraient également décliner. Si c'est le cas, les perspectives pour la croissance des investissements et le marché de l'emploi ne sont pas encourageantes.

#### Les solides bilans des sociétés sont un soutien

D'autre part, les sociétés affichent actuellement des bilans très sains et de vastes moyens de trésorerie. Les sociétés

américaines disposent ainsi de près de 1.500 milliards de dollars US de liquidités. Ceci est réconfortant pour les investisseurs en ce qui concerne les paiements de dividendes et les rachats d'actions propres. Les stocks des entreprises sont également faibles, tandis que les marges sont historiquement élevées. Nous ne prévoyons pas d'effondrement de ces marges en cas de poursuite du ralentissement de la croissance. Lors de la reprise qui a suivi la crise du crédit, les sociétés sont restées prudentes en matière de reconstitution des stocks ou d'investissement en biens d'équipement et en personnel.

Dans le cas d'un ralentissement prolongé de la croissance ou d'une légère récession, nous nous attendons à ce que la croissance bénéficiaire se contracte, mais n'enregistre pas de repli à deux chiffres. Notre prévision actuelle est une croissance bénéficiaire nulle pour les entreprises européennes et américaines en 2012, ce qui est déjà incorporé dans les cours de bourse. Dans le cas d'une récession, les bénéfices pourraient chuter d'environ 15-20%. Ceci n'est par contre pas anticipé par les cours.

#### Les investisseurs souffrent d'une forte aversion au risque

Un facteur souvent considéré contre un contre-indicateur est le niveau de l'aversion au risque. Celui-ci est actuellement très élevé. Durant la semaine qui a suivi le déclassement du rating souverain des États-Unis, les marchés ont été pris de panique. Les fonds d'actions ont été confrontés à des sorties de pas moins de 11 milliards de dollars US. Seul le Japon a échappé aux ventes massives. La volatilité moyenne des marchés d'actions européens et américains a atteint son niveau le plus élevé depuis l'apogée de la crise du crédit au premier trimestre de 2009. Les investisseurs ont actuellement un positionnement très prudent. Selon l'enquête mensuelle de la Bank of America, le pourcentage des liquidités détenues dans les portefeuilles s'élève actuellement à 5,2%, ce qui est comparable au niveau de mars 2009.

#### Les turbulences vont persister

Nous nous attendons à ce que les marchés demeurent turbulents. Nous pensons qu'il est peu probable qu'une solution structurelle au problème de la dette européenne soit annoncée à court terme et nous ne nous attendons pas non plus à une amélioration substantielle des indicateurs économiques au cours des prochains mois. Selon nous, le ralentissement actuel de la croissance devrait persister durant le reste de l'année, mais nous ne devrions pas connaître de récession.

#### Notre positionnement est défensif

Aussi longtemps que les deux situations décrites ci-dessus perdurent, nous ne prendrons pas de risques importants. Nous privilégions la qualité et préférons les grandes capitalisations affichant de robustes bilans. Nous apprécions également les actions offrant un rendement du dividende élevé et stable. En ce qui concerne les régions, nous restons

négatifs pour l'Europe et positifs pour le Japon (reprise économique après le tremblement de terre) et les marchés émergents (croissance économique stable, faible endettement, valorisations attrayantes). Nous sommes neutres pour les États-Unis. Le marché américain est un placement refuge en cas de turbulences car de nombreux investisseurs américains rapatrient leurs capitaux.

### **Obligations : les taux resteront faibles pendant longtemps**

#### **Le déclassé du rating américain attise le feu**

L'événement le plus marquant sur les marchés obligataires a indiscutablement été le déclassé historique du rating de crédit des obligations d'État américaines. Cette rétrogradation a été provoquée par les négociations laborieuses entre les Démocrates et les Républicains sur le relèvement du plafond de la dette américaine. L'accord, décroché au dernier moment, témoigne du manque de soutien pour les réformes structurelles et de stratégie sérieuse pour s'attaquer au niveau élevé de la dette publique. S&P a estimé que ceci justifiait un abaissement du rating de la dette américaine, qui est passée du rating prestigieux AAA à AA+ (ce qui reste entre parenthèses un très bon rating).

S&P avait mis en garde contre une telle éventualité il y a quelques semaines et le déclassé n'a par conséquent pas été une totale surprise. Dans un marché confronté à de nombreuses incertitudes, il a toutefois attisé le feu. Les investisseurs ont réduit leurs risques et ont recherché la sécurité des obligations d'État liquides. Les rendements du papier d'État allemand se sont notamment repliés encore davantage.

#### **Les taux du papier américain ont également baissé**

Selon la théorie économique, les rendements des obligations d'État américaines auraient dû augmenter à la suite du déclassé. Après tout, un risque légèrement plus élevé devrait logiquement entraîner une augmentation de la prime de risque pour les investisseurs, c'est-à-dire une hausse des rendements. Toutefois, tout comme les taux du papier d'État allemand, les taux des obligations d'État britannique, australiennes, mais aussi américaines ont continué à baisser. En période de fortes fluctuations des cours, les investisseurs sont souvent disposés à payer une prime pour un marché liquide (et acceptent le risque légèrement plus élevé). De plus, le marché obligataire américain présente également l'avantage – qui ne doit pas être sous-estimé – d'être le marché obligataire le plus vaste et le plus liquide au monde. Un autre aspect est que les investisseurs en obligations d'État apprécient probablement le fait que S&P rappelle ses responsabilités au gouvernement américain : le pays doit annoncer un plan de réduction du déficit crédible – et des réformes structurelles – à moyen et à long terme.

#### **Les taux américains (à court et long terme) resteront faibles**

À la suite de la détérioration des perspectives économiques, le président de la Réserve fédérale, Bernanke, a annoncé que la banque centrale laissera ses taux inchangés jusqu'à mi-2013. Les taux des obligations d'État américaines devraient par conséquent rester faibles.

De surcroît, une baisse des taux à long terme dans le sillage d'un déclassé de AAA à AA+ n'est pas inhabituelle. En 2001, S&P a retiré au Japon son rating AAA et dans la semaine qui a suivi, le taux des obligations japonaises à 10 ans s'est contracté de 24 points de base. Aujourd'hui, dix ans plus tard, le taux japonais à 10 ans est inférieur à 1%. La faiblesse de la croissance économique a maintenu les taux à un niveau peu élevé en dépit de l'abaissement du rating de crédit du Japon. Un scénario similaire est probable pour les États-Unis à moyen terme.

#### **Dans l'attente d'une action coordonnée de l'Europe**

L'absence d'une coordination politique efficace et la sous-estimation persistante de l'ampleur du problème de la dette par les leaders européens augmentent le risque d'un effondrement de la zone euro, qui aurait un effet très déstabilisant.

Ce n'est qu'en acceptant une responsabilité partagée pour l'émergence de la crise qu'une volonté politique pourra être dégagée pour créer une union monétaire plus étroitement intégrée. Une solution conjointe est dans l'intérêt de toutes les parties concernées. Plus l'effort est important, plus la probabilité qu'une solution soit finalement trouvée est élevée. Il semble toutefois que la situation doive d'abord avoir atteint son point de rupture avant que les hommes politiques soient disposés à prendre des décisions et à élaborer une solution structurelle crédible. En l'absence d'une action politique largement acceptée et bien coordonnée, l'aversion au risque des investisseurs restera élevée. Ceci entraînera des pressions baissières persistantes sur les rendements des obligations d'État AAA, comme celles émises par l'Allemagne et les Pays-Bas.

### **Nous sommes négatifs pour les valeurs immobilières**

Dans le sillage de notre attitude prudente vis-à-vis des investissements risqués, nous sommes également négatifs pour les valeurs immobilières. Cette classe d'actifs est soutenue par le faible niveau des taux. Celui-ci contribue à abaisser les coûts de financement, d'une part, et rend le rendement du dividende des valeurs immobilières plus attrayant que les taux du papier d'État, d'autre part. Dans un contexte de faibles taux persistants, le rendement du dividende relativement élevé des valeurs immobilières est un atout majeur.

---

## Nous sommes négatifs pour les matières premières

Les incertitudes élevées sur les marchés financiers nous ont incités à adopter une position négative pour les matières premières. La détérioration des perspectives de l'économie mondiale pèsera également sur la demande (des investisseurs) pour les matières premières. Les métaux précieux, et l'or en particulier, font toutefois exception. En période de turbulences sur les marchés financiers, l'or constitue un excellent placement refuge. Nous sommes dès lors positifs pour l'or.

## Nous sommes négatifs pour le cash

Les rendements des marchés monétaires demeurent faibles et nous restons 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, 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.