MarketScope

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont très incertaines. Le risque d'un retour en récession est passé à 40% en raison du sentiment négatif sur les marchés financiers et du repli de la confiance des consommateurs et des entrepreneurs.

- Nouvelle escalade de la crise de l'euro
- Confiance du secteur privé très affectée
- Actions bon marché, mais à juste titre
- Rendements obligataires à 10 ans proches du plancher

La crise de la dette continue à peser sur la confiance

Obligations	
Taux à 10 ans (prévision à 3 mois)	
États-Unis	2,5%
Zone euro	2,3%
Japon	1,1%
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, 20 septembre 2011

Les marchés financiers restent extrêmement nerveux. Août a été très décevant pour les marchés d'actions mondiaux, tandis que septembre est jusqu'à présent légèrement positif par solde, quoique très volatil. Deux raisons majeures expliquent le sentiment négatif du marché : le risque d'un retour en récession et le regain des craintes de contagion dans les pays périphériques de la zone euro.

La crise de l'euro a atteint de nouveaux sommets, en partie parce que les banques se sont aussi retrouvées sous pression. Les craintes liées à la dette souveraine mettent le bilan de certaines banques détenant de nombreuses obligations des pays faibles de la zone euro sous pression. Ceci affecte à son tour la dette souveraine car les banques en question risquent de devoir être recapitalisées. Ceci se reflète ensuite au niveau de l'économie par le biais d'une diminution du crédit disponible et d'un déclin de la confiance. Les ratings de crédit de plusieurs banques françaises ont été déclassés, ce qui a entraîné une hausse du coût de financement et un net repli des cours des valeurs bancaires. La BCE a décidé, avec les banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon et de la Suisse, de procurer des financements en dollars aux banques européennes, ce qui a quelque peu soulagé les marchés.

La BCE s'efforce de combattre les symptômes de la crise de l'euro, mais ce sont les leaders politiques qui doivent élaborer une solution structurelle à la crise. La troïka de l'UE, de la BCE et du FMI devra bientôt approuver la libération d'une nouvelle tranche d'aide d'urgence pour la Grèce, alors que l'on pressent de plus en plus qu'un défaut contrôlé de la Grèce est préparé en coulisse.

Les perspectives de la croissance mondiale sont très incertaines. Le risque d'un retour en récession a augmenté en raison du sentiment négatif sur les marchés financiers et du repli de la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. La confiance n'est pas renforcée par la perspective d'un resserrement budgétaire drastique au cours des prochaines années. Nous restons dès lors prudents.

Économie : la crise de la dette affecte l'économie

Perspectives économiques mondiales très incertaines

Les perspectives de la croissance mondiale sont très incertaines. Même en l'absence de nouveaux chocs susceptibles de peser sur la croissance, nous estimons la probabilité d'un retour en récession tant en Europe qu'aux États-Unis à environ 40%. Au cours des six derniers mois, le cycle économique s'est largement détérioré, comme en témoignent de nombreux indicateurs économiques. Ceci est encore accentué par la dégradation du sentiment sur les marchés financiers, laquelle a contribué à un déclin de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Un cercle vicieux alimenté par les conditions financières et la confiance, d'une part, et la croissance économique, d'autre part, risque ainsi de s'enclencher. La confiance des ménages est par ailleurs également minée par l'annonce de mesures d'austérité drastiques par les pouvoirs publics afin de réduire les déficits budgétaires au cours des prochaines années.

Les tensions augmentent à nouveau dans la zone euro

Alors que l'économie est au bord de la récession, le risque d'un nouveau choc systémique a augmenté en raison de l'escalade de la crise de la dette. Une troïka composée de l'UE, de la BCE et du FMI devra bientôt approuver la libération d'une nouvelle tranche d'aide d'urgence pour la Grèce. Étant donné que plusieurs signes semblent indiquer que la Grèce ne sera pas en mesure de rencontrer les critères de réduction de son déficit, les tensions augmentent. En outre, le gouvernement italien a commencé à 'traficoter' son plan d'austérité initial, alors que celui-ci était considéré comme une condition sine qua non pour l'aide de la BCE – le rachat d'obligations d'État italiennes afin d'enrayer la hausse des spreads. Ceci est de nature à entamer la volonté de la BCE d'acheter de grandes quantités d'obligations d'État émises par des pays périphériques de la zone euro, alors que l'intervention de la banque centrale est indispensable pour calmer les tensions sur les marchés obligataires. La récente démission de Jürgen Stark, le membre allemand de la BCE fortement opposé au programme de rachat d'obligations de la banque centrale, n'a certainement pas été salutaire et n'a pas accru la crédibilité de la BCE.

Approbation de l'aide d'urgence attendue

De plus, les parlements nationaux doivent ratifier les décisions prises lors du sommet européen du 21 juillet. Ceci inclut notamment l'extension des compétences du FESF (Fonds européen de stabilité financière), comme la possibilité d'acheter des obligations d'État des pays périphériques sur le marché secondaire. Cette tâche est actuellement assumée par la BCE jusqu'à ce que le FESF puisse prendre le relais. Plusieurs pays ont déjà ratifié les décisions du sommet et nous nous attendons que ce que les autres pays le fassent également.

Nous pensons aussi que la troïka approuvera la prochaine tranche d'aide d'urgence à la Grèce. Le FMI a cependant averti qu'il ne libérera pas sa part de EUR 8 milliards si les réformes économiques nécessaires ne sont pas opérées. Le FMI exige de nouvelles mesures du gouvernement grec. Par ailleurs, les visites de la troïka en Grèce ont lieu tous les trois mois, de sorte que même si cette tranche est accordée, tout le processus reprendra dans trois mois.

Combattre la contagion à d'autres pays et banques

Bien que les leaders européens, dont la chancelière allemande Angela Merkel, déclarent qu'une faillite désordonnée sera évitée, il est devenu de plus en plus clair que l'UE et les pays du cœur de l'Europe préparent en coulisse une restructuration de la dette souveraine grecque au cours des prochains mois.

Une restructuration de la dette grecque est anticipée par les marchés, mais il y a un risque important de contagion à d'autres pays périphériques. Ceci pourrait avoir des conséquences considérables pour les rendements obligataires d'autres pays et pour la liquidité du marché interbancaire. Des mesures sont dès lors requises pour protéger le système financier de la zone euro, comme l'octroi de liquidités suffisantes aux banques et aux pays périphériques et la recapitalisation des banques faibles.

Notre scénario central : pas de récession

Nous estimons actuellement que le risque d'un retour en récession est de 40%. Notre scénario central prévoit une croissance positive, mais inférieure à la moyenne au cours des deux prochaines années dans les économies développées.

Trois raisons justifient le maintien de notre scénario central. Tout d'abord, certains indicateurs économiques, en particulier aux États-Unis, semblent avoir dépassé leur creux. Ceci suggère que l'impact du tremblement de terre japonais et de la flambée des prix pétroliers commence à s'estomper, ce qui est susceptible de stimuler la croissance des dépenses de consommation réelles et de certains secteurs industriels. Deuxièmement, le niveau de l'emploi, des investissements et des dépenses en biens d'équipement est toujours largement inférieur au niveau d'avant la récession. Cela implique que la marge de manœuvre pour sabrer dans ces dépenses est bien plus limitée qu'en 2008. L'une des raisons de la sévérité de la crise de 2008 est que le secteur privé avait été fortement affecté par les craintes. Les stocks, les effectifs et les investissements des entreprises avaient, par conséquent, été réduits drastiquement et les dépenses en biens de consommation durables avaient chuté. Enfin, il est toujours possible que les autorités trouvent finalement une solution définitive aux problèmes auxquels elles sont confrontées. L'histoire montre que ceci finit par se produire lorsqu'un certain seuil de tolérance est atteint.

Actions : les pressions baissières persistent

Des temps difficiles pour les marchés d'actions

Août a été un mois très décevant pour les actions : elles ont concédé plus de 7% en EUR à l'échelle mondiale. En

Europe, la région la moins performante, les marchés d'actions ont enregistré leur performance mensuelle la plus mauvaise depuis 2008. Le secteur financier a affiché le pire résultat, suivi par d'autres secteurs cycliques.

Les banques européennes sous haute pression

Les banques européennes ont été sous pression en raison de la crise de la dette souveraine de la zone euro. Les banques françaises ont été les principales victimes, car elles détiennent, en termes relatifs, la plus grande quantité d'obligations d'État grecques. L'agence de notation Moody's a par conséquent abaissé le rating de crédit des trois plus grandes banques françaises. Les craintes des investisseurs se sont focalisées sur l'éventuelle nécessité d'une recapitalisation des banques. Si ces dernières doivent émettre de nouvelles actions, ceci entraînera une forte dilution du bénéfice par action aux cours actuels. La question est de savoir si les investisseurs seront suffisamment intéressés par ces actions ou si les gouvernements devront nationaliser les banques. Ce risque est le plus élevé dans les pays périphériques de la zone euro.

Les valorisations pourraient encore baisser

Après la nette correction de ces derniers mois, les valorisations sont actuellement faibles, mais pas encore à des niveaux exceptionnellement bas. Un ralentissement substantiel de la croissance économique mondiale est déjà incorporé dans les cours, mais pas une récession ou une crise systémique à la suite d'une faillite désordonnée de la Grèce. Lorsque l'on compare les ratios cours/bénéfices actuels aux niveaux planchers de 2009, on voit qu'il subsiste clairement des risques baissiers. En termes relatifs, les valorisations sont plus faibles pour les secteurs des télécommunications et des soins de santé et plus élevées pour l'industrie, les matériaux et les biens de consommation courante. Si l'on considère les ratios cours/bénéfices ajustés en fonction du cycle, nous n'avons pas encore atteint les niveaux observés lors des récessions précédentes. Les valorisations sont peut-être faibles, mais il n'y pas de raison de prévoir déjà un redressement des marchés d'actions.

Les prévisions bénéficiaires doivent être diminuées

Un autre élément susceptible de maintenir les marchés d'actions sous pression à court terme est l'ajustement baissier des prévisions bénéficiaires. À la suite de notre attente d'une croissance économique très faible, nous estimons que les entreprises américaines et européennes enregistreront l'année prochaine une croissance bénéficiaire nulle. À l'échelle mondiale, nous prévoyons une croissance bénéficiaire modérée de 3% en 2012. Pour cette année, nous tablons sur un chiffre de 6 à 8%. Ces prévisions sont plutôt élevées si nous retombons effectivement en récession.

Les analystes continuent néanmoins à prévoir une croissance bénéficiaire mondiale de 15% cette année et de 14% l'année prochaine. A moins que nos calculs s'avèrent tout à fait erronés, les attentes des analystes devront être ajustées à la baisse au cours des prochains mois. La tendance bénéficiaire, soit le rapport entre les révisions bénéficiaires haussières et baissières, se détériore depuis le début de l'année. Nous nous attendons à ce que cette tendance persiste au cours des prochains mois, ce qui contribuera à maintenir les marchés d'actions sous pression.

Nous conservons notre positionnement défensif

Nous conservons notre positionnement défensif compte tenu du risque d'un retour en récession et d'un défaut de paiement de la Grèce. Seule une amélioration substantielle au niveau d'au moins un de ces éléments est susceptible, selon nous, de provoquer un rebond durable des marchés d'actions. En ce qui concerne les régions, cela signifie que nous restons négatifs pour les actions européennes. Nous sommes positifs pour les marchés émergents et le Japon car ces deux régions bénéficient d'une meilleure dynamique de croissance économique et bénéficiaire par rapport à l'Europe et aux États-Unis. Les États-Unis profitent toujours de leur statut de marché refuge en période de turbulences, ce qui justifie notre position neutre pour les actions américaines.

À court terme, des rebonds sont possibles compte tenu du niveau actuellement très élevé de l'aversion au risque des investisseurs. Selon l'enquête de Merrill Lynch de septembre, l'exposition au risque des portefeuilles d'investissement se situe à son niveau le plus faible depuis mars 2009, lorsque celle-ci avait atteint son niveau plancher de la crise du crédit.

Actions aux dividendes élevés et stables privilégiées

Au sein de notre stratégie d'actions, nous continuons à privilégier les actions offrant des dividendes élevés et stables. Contrairement à 2009, les entreprises affichent aujourd'hui des bilans sains et de solides positions de trésorerie. Selon un rapport de l'agence de notation Moody's, les 1.600 sociétés américaines qu'elle suit détenaient ensemble pas moins de 1.200 milliards de liquidités à la fin de 2010. Jusqu'à présent, les entreprises n'ont pas relevé leur dividende de façon proportionnelle à la croissance bénéficiaire. Ceci pourrait être un signe que les sociétés ne sont pas persuadées de la pérennité de leur rentabilité. Néanmoins, si la croissance bénéficiaire nulle que nous anticipons pour 2012 se matérialise, les dividendes pourraient, selon nous, encore augmenter de 5 à 6%. En outre, la composante 'revenus' des actions à haut rendement est attrayante dans le contexte actuel de faibles taux. En Europe, le rendement moyen du dividende s'élève actuellement à 4%, alors que le rendement du papier d'État américain à 10 ans est inférieur à 2%.

Obligations : taux à 10 ans proches de leurs planchers

L'aversion au risque fait retomber les taux à des planchers historiques

Les taux des obligations d'État allemandes et américaines à 10 ans ont continué à se replier au cours de ces dernières semaines en raison d'un mouvement massif de fuite vers la

qualité de la part des investisseurs – qui recherchent des placements liquides et sûrs. Les taux à 10 ans ont atteint leurs planchers historiques tant en Allemagne qu'aux États-Unis. Les taux à 2 ans des deux pays sont désormais proches de 0%. Le marché indique ainsi qu'il s'attend à ce que la BCE abaisse les taux. Selon nous, la banque centrale n'abaissera les taux que si la situation économique subit une nouvelle détérioration marquée. Nous tablons sur un maintien des taux au niveau actuel de 1,5% cette année et probablement l'année prochaine aussi.

De nouvelles baisses des taux obligataires ne s'annoncent pas nécessairement

Le ralentissement de la croissance économique et la forte aversion au risque résultant de la crise de la dette européenne ont longtemps justifié notre position positive pour les obligations d'État au rating AAA. Toutefois, alors que les taux allemands et américains à 10 ans se situent entre 1,7 et 2%, cette position positive ne se justifie plus sur la base des valorisations, même si notre scénario central était celui d'une récession.

Si l'aversion au risque continue à croître dans le cadre d'une faillite désordonnée de la Grèce entraînant une crise systémique, cela n'empêchera pas les cours des obligations d'État d'augmenter. Nous pensons que les risques et les rendements sont désormais plus ou moins équilibrés sur ces marchés. Dans le passé, la multiplication des tensions sur les marchés financiers ont souvent entraîné une intervention musclée des pouvoirs publics. Selon nous, le risque d'une hausse des taux n'est dès lors plus nécessairement plus faible que le risque d'une poursuite de leur baisse au cours des prochains mois. Nous sommes par conséquent passés d'une position positive à une position neutre pour les obligations d'État au rating AAA (Allemagne, États-Unis).

Nous sommes négatifs pour l'ensemble des obligations risquées

Pour l'ensemble des obligations offrant une prime de risque par rapport au papier d'État américain (ou allemand), nous sommes légèrement négatifs. Plusieurs événements sont susceptibles d'entraîner un risque accru de crise systémique au cours des prochaines semaines, comme l'approbation – ou non – de la prochaine tranche d'aide d'urgence à la Grèce et la ratification par les parlements nationaux des modifications du FESF. En outre, les indicateurs économiques ne semblent pas encore indiquer que le cycle économique a dépassé son creux.

Au sein des segments obligataires risqués, nous sommes légèrement moins négatifs pour les obligations d'entreprises investment grade. Le net recul des obligations émises par les institutions financières européennes (qui représentent une bonne part du benchmark) au cours de ces dernières semaines a rendu cette classe d'actifs plus attrayante en termes de valorisation par rapport aux autres obligations risquées.

Nous demeurons positifs pour les obligations des marchés émergents en monnaies fortes, qui font preuve d'une bonne résistance, mais nous sommes un peu plus prudents pour les obligations libellées en devises locales. Ceci est imputable au risque accru de sorties de capitaux et d'erreurs en matière de politique économique. La banque centrale du Brésil a, par exemple, récemment abaissé ses taux, ce que nous considérons comme risqué car l'inflation reste trop élevée. Ceci est également de nature à peser largement sur la devise. Des chiffres récents montrent que l'inflation des marchés émergents est plus tenace qu'anticipé.

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 facteur de soutien.

Nous sommes négatifs pour les matières premières

Les incertitudes élevées sur les marchés financiers nous incitent à conserver notre position négative pour les matières premières. La détérioration des perspectives de l'économie mondiale pèsera également sur la demande de matières premières. Les métaux précieux, et l'or en particulier, font toutefois exception. En période de turbulences sur les marchés financiers, l'or s'est révélé 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.