

MarketScope

Les opérations de liquidité de la BCE, l'amélioration des chiffres économiques et le positionnement défensif des investisseurs à la fin de l'année passée sont les principaux responsables du rebond des actifs risqués cette année.

- La BCE désamorce quelque peu la crise de l'euro
- Les données économiques s'améliorent
- Les marchés d'actions ont le vent en poupe
- Forte contraction des spreads des obligations périphériques

Le rebond tiré par l'appétit pour le risque se poursuit

Obligations

Taux à 10 ans (prévision à 3 mois)	
États-Unis	2,2%
Zone euro	2,0%
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 (-)

Le sentiment positif se maintient sur les marchés financiers mondiaux. Presque tous les actifs 'risqués' ont bien entamé l'année. La situation s'est souvent renversée par rapport à l'année passée : les actifs ayant mal performé en 2011 font désormais partie du peloton de tête. Les actions des marchés émergents sont ainsi bien parties pour récupérer leurs pertes de l'année dernière. Au niveau sectoriel, les secteurs cycliques - dont le secteur financier - mènent la danse, alors que les champions défensifs de l'année passée sont aujourd'hui clairement à la traîne.

Le rebond tiré par l'appétit pour le risque montre que la confiance des investisseurs se redresse. Ce moral retrouvé est imputable aux énormes injections de liquidités de la Banque centrale européenne (BCE) dans le secteur bancaire européen. En décembre, les banques ont contracté des emprunts à 3 ans à un taux de 1% pour un total de près de EUR 500 milliards. Une nouvelle opération suivra le 29 février et pourrait connaître un succès comparable. Les mesures de la BCE ont permis aux banques et aux gouvernements d'éviter la crise de financement que l'on redoutait depuis la fin de l'année passée. Parallèlement au refinancement de leurs dettes, les banques (essentiellement du sud de l'Europe) rachètent du papier d'État émis par leur propre pays, ce qui entraîne une nette contraction des spreads. Il est remarquable que le taux des obligations d'État allemandes à 10 ans 'sûres' ait à peine augmenté, alors qu'un rebond tiré par l'appétit du risque entraîne habituellement une hausse. Ceci indique que les investisseurs sont bien conscients que des risques élevés subsistent.

Les risques n'ont en effet pas disparu. Le rebond actuel est essentiellement alimenté par les liquidités. Les énormes injections de la BCE ne suffiront cependant pas pour relancer la croissance économique. Elles ont néanmoins permis d'éviter une escalade de la crise de l'euro et d'améliorer la confiance. Ceci est susceptible de stimuler les dépenses des consommateurs et des entreprises et de prolonger la reprise économique hésitante de ces derniers mois.

Source : ING Investment Management, 22 février 2012

Économie : la BCE restaure la confiance

L'économie de la zone euro affiche des signes d'amélioration

En dehors des énormes injections de liquidités dont le secteur bancaire européen a bénéficié, l'amélioration des indicateurs économiques constitue une seconde raison justifiant le sentiment positif sur les marchés financiers. Bien que l'économie de la zone euro se soit contractée comme prévu au quatrième trimestre, on a pu observer des signes d'amélioration au cours de ces derniers mois.

Au quatrième trimestre, l'économie de la zone euro s'est contractée de 0,3% en comparaison du troisième trimestre. Toutes les économies individuelles n'ont toutefois pas enregistré une contraction : la France a surpris en affichant une croissance de 0,2%. L'économie allemande s'est contractée de 0,2%, tandis que les Pays-Bas ont plus mal performé que prévu avec une contraction de 0,7%. L'Italie, l'Espagne et le Portugal ont affiché une croissance négative de respectivement 0,7%, 0,3% et 1,3%. Ces chiffres montrent que le malaise croissant causé par la crise de l'euro a pénalisé la zone euro au quatrième trimestre. Des indicateurs économiques récents suggèrent toutefois que la zone euro pourrait renouer avec des chiffres positifs durant ce trimestre.

En janvier, l'indice PMI composite de la zone euro, qui mesure l'activité dans l'industrie et le secteur des services, a progressé pour la troisième fois consécutive, atteignant 50,4, son niveau le plus élevé depuis août 2011. Le PMI français s'est établi à 50,9, tandis que l'indice allemand est passé de 51,3 à 54,0, son niveau le plus élevé des sept derniers mois. L'indicateur IFO allemand, qui mesure la confiance des consommateurs, a augmenté pour le troisième mois d'affilée. En dépit de sa légère contraction au quatrième trimestre, l'économie allemande reste en bonne santé sur le plan fondamental. La demande intérieure est soutenue par le repli persistant du chômage et la hausse du nombre d'emplois vacants. L'Allemagne profite également de ses faibles taux d'intérêt, ainsi que de la dépréciation de l'euro qui améliore sa compétitivité. Ce pays reste donc la force motrice de la zone euro.

Les opérations de liquidité de la BCE soulagent

Le principal danger pour la zone euro demeure bien sûr la crise de la dette. La BCE a éliminé le principal risque à court terme en procédant à d'immenses injections de liquidités dans le secteur bancaire européen. L'opération de refinancement à long terme de la banque centrale a émis des emprunts à 3 ans à un taux de 1% sans limite d'adjudication. Ceci a permis d'éviter jusqu'à présent une crise de financement tant pour les banques que pour les gouvernements. En dehors du refinancement de leurs dettes, les banques utilisent en effet aussi ces emprunts pour racheter des obligations d'État émises par leur propre pays, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro. Ceci a un double effet : d'une part, il est intéressant pour les

banques d'investir en obligations assorties d'un rendement élevé en utilisant de l'argent 'quasiment gratuit' et, d'autre part, les taux obligataires diminuent, ce qui offre un ballon d'oxygène aux gouvernements. Les opérations de refinancement de la BCE constituent par conséquent une sorte de financement monétaire "par une voie déguisée".

Le risque d'une contraction du crédit persiste

Les injections de liquidités ne signifient cependant pas qu'une contraction du crédit est évitée. Les banques réduisent leur endettement et doivent 'dégraisser' leur bilan. Par conséquent, elles demeurent prudentes en matière d'octroi de crédit. Les chiffres sur la croissance des crédits et les conditions des emprunts bancaires restent plus mauvais que prévu. La croissance des crédits au secteur privé est ainsi redescendue en décembre de 1,9% à 1,2% sur une base annuelle. En outre, l'enquête de la BCE sur les crédits bancaires au quatrième trimestre a révélé un resserrement substantiel des conditions de crédit. La BCE est fortement préoccupée par l'éventualité d'une contraction du crédit car ceci pourrait avoir un impact très néfaste sur la croissance économique et, indirectement, aussi sur la solvabilité des États et des banques. Le président de la BCE, Mario Draghi, encourage dès lors les banques à participer à la seconde opération de refinancement planifiée pour le 29 février. On s'attend à ce que le montant des prêts soit quasiment identique à celui de la précédente opération (EUR 489 milliards).

La BCE ne peut toutefois résoudre les problèmes de solvabilité de certaines banques de la zone euro. Ces dernières devront se recapitaliser via le marché, via leur gouvernement ou via le FESF. La BCE peut cependant éviter que les problèmes de liquidité des banques ne se muent en problèmes de solvabilité, et c'est précisément ce qu'elle fait par le biais des opérations de refinancement. Les injections de liquidités ont, par ailleurs, un effet positif sur la confiance, ce qui pourrait inciter les banques à assouplir leurs conditions de crédit.

La Grèce reste un facteur de risque majeur

La Grèce ne cesse de faire la une des journaux. Le parlement grec a approuvé une nouvelle série de mesures d'austérité et un accord sur la restructuration imminente de la dette grecque aux mains du secteur privé semble se dessiner. Il a néanmoins fallu longtemps pour que les ministres des Finances de l'UE donnent leur feu vert pour le nouveau plan de sauvetage de la Grèce. Le sentiment que les Grecs ne veulent pas ou ne sont pas capables d'assainir leurs finances publiques et leur économie domine de plus en plus. Ceci incite à se demander quand l'Europe perdra patience. Les leaders européens parlent de plus en plus ouvertement d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Ils semblent également plus convaincus que la contagion aux autres pays pourrait dans ce cas être limitée. Il est aussi plus probable que la BCE sera prête à intervenir. Nous estimons la probabilité d'une sortie de la Grèce de la zone euro au cours de l'année à venir à environ 50%. Nous ne pensons

pas que ceci se produira avant le 20 mars, lorsque la Grèce devra rembourser des obligations pour près de EUR 14 milliards. Ces derniers mois, les deux côtés ont déjà investi trop de capital politique pour permettre que ceci se matérialise.

Actions : le rebond pourrait se poursuivre

Les marchés d'actions ont le vent en poupe

Les marchés d'actions profitent largement d'un retour du goût du risque sur les marchés financiers. Comme déjà évoqué, les énormes injections de liquidités jouent un rôle majeur à cet égard. Pour les investisseurs de la zone euro, les mesures de la BCE sont très bénéfiques car elles ont éliminé le risque de faillite des banques. La diminution de ce risque 'systémique' implique que les primes de risque des actions peuvent baisser et que leurs valorisations peuvent augmenter. Les banques centrales jouent un rôle majeur dans l'injection d'énormes quantités de liquidités non seulement dans la zone euro, mais aussi dans d'autres régions. Les États-Unis mènent ainsi une politique d'assouplissement quantitatif depuis longtemps, tandis que la Banque d'Angleterre a récemment annoncé l'expansion de son programme d'assouplissement quantitatif. La Banque du Japon a aussi accru son programme de rachat d'actifs.

L'amélioration des indicateurs économiques au cours de ces derniers mois constitue un second facteur de soutien. Nous avons par conséquent relevé légèrement nos prévisions de croissance économique pour l'Europe et les États-Unis. Nos prévisions pour les bénéfices des entreprises ont dès lors également été majorées. Pour les bénéfices européens, nous tablons désormais sur un modeste recul de 0% à 5% (contre -5 à -10% précédemment). Pour les bénéfices américains, nous prévoyons une légère hausse de 0% à 5% (contre 0% à -5%). La combinaison de valorisations plus élevées et de prévisions bénéficiaires moins négatives suggère une 'fair value' plus élevée pour les marchés d'actions.

Un troisième facteur positif pour les actions est le positionnement des investisseurs. Selon une étude de State Street Global Markets, les investisseurs institutionnels ne s'intéressent aux actions que depuis peu. Les hedge funds, qui détenaient des positions courtes sur les actions ont désormais adopté un positionnement neutre. Aussi longtemps que la tendance haussière des marchés d'actions persistera, les investisseurs oublieront leur anxiété les poussant vers les valeurs défensives.

Intérêt accru pour les secteurs cycliques

L'amélioration de la confiance des investisseurs est également visible au niveau des rendements des différents secteurs. Cette année, les secteurs les plus performants sont les secteurs cycliques, y compris le secteur financier. Il est certes peut-être encore un peu tôt, mais nous pensons que cette tendance est logique. Un facteur majeur est l'amélioration de la tendance bénéficiaire relative (tendance

bénéficiaire des secteurs cycliques par rapport à celle des secteurs défensifs). Cette tendance est en faveur des valeurs cycliques pour la première fois depuis juillet 2011. Les valorisations sont également attrayantes, les ratios cours/bénéfices des secteurs cycliques sont proches de leurs niveaux (les plus bas) des précédentes récessions.

Par ailleurs, le positionnement joue ici un rôle majeur : les investisseurs au positionnement défensif se sentent de moins en moins à l'aise et souhaitent prendre davantage de risque cyclique. Selon l'étude susmentionnée de State Street Global Markets, les flux entrants et sortants par secteur à l'échelle mondiale confirment l'intérêt accru des investisseurs institutionnels pour les secteurs cycliques. Comme nous ne sommes qu'au commencement de ce mouvement, nous nous attendons à ce qu'il continue. Nous avons commencé à opérer un glissement d'un positionnement défensif vers un positionnement plus cyclique à un stade précoce, c'est-à-dire en octobre 2011. Nous avons actuellement une nette préférence pour les secteurs cycliques.

Nous sommes plus positifs pour le secteur financier

Nous sommes également plus positifs pour le secteur financier. Les opérations de liquidité de la BCE ont éliminé les principaux risques à court terme. Les banques peuvent refinancer leurs dettes, ce qui est particulièrement rassurant pour les banques faibles de la zone euro. De plus, les banques – surtout des pays périphériques de la zone euro – peuvent effectuer des opérations de portage, c'est-à-dire utiliser les capitaux à bon marché de la BCE pour acheter des obligations d'État émises par leur propre pays à des taux très attractifs. Ceci est le bienvenu à un moment où les banques doivent saisir toutes les possibilités pour consolider leur base de capital. Cela ne change rien au fait que les banques restent confrontées à des défis importants à moyen terme. Les bilans doivent encore être dégraissés, ce qui signifie que le risque d'une contraction du crédit persiste. La réglementation oblige les banques à accroître substantiellement leurs réserves de capitaux, tandis qu'il est également difficile de restaurer leur rentabilité.

Renversement de la tendance bénéficiaire mondiale

La saison de publication des résultats trimestriels est plus ou moins terminée. Aux États-Unis, les bénéfices des entreprises ont été les plus mauvais depuis 2008. Seule la moitié environ des sociétés américaines cotées a publié des bénéfices dépassant les attentes. Ici aussi, le cycle est désormais en faveur des secteurs cycliques : la plupart des surprises bénéficiaires positives sont venues du secteur de la technologie, suivi par l'industrie et les biens de consommation durables. Les surprises bénéficiaires négatives ont surtout été concentrées dans les services télécoms, les services aux collectivités et le secteur de l'énergie. Des signes indiquent également que la tendance bénéficiaire mondiale a dépassé son creux. Nous nous attendons à ce qu'elle devienne positive au cours des prochaines semaines, ce qui signifie que les ajustements haussiers des prévisions bénéficiaires seront plus nombreux que les ajustements

baissiers. Les valeurs cycliques performant généralement mieux lorsque la tendance bénéficiaire redevient positive.

Obligations : les opérations de la BCE connaissent un immense succès

Les taux allemands restent faibles et les taux périphériques diminuent fortement

Les taux des obligations d'État allemandes et américaines à 10 ans continuent à fluctuer autour de niveaux historiquement faibles. Le taux du papier d'État allemand à 10 ans a évolué cette année au sein d'une fourchette comprise entre 1,8% et 2%. Ceci montre que la demande d'obligations d'État sûres perdure, même maintenant que les investisseurs sont prêts à prendre davantage de risques. Pendant de telles périodes, les actifs 'sûrs' sont normalement échangés contre des investissements plus risqués, de sorte que les rendements obligataires allemands et américains devraient augmenter.

Nous pensons que la demande pour les obligations d'État sûres persiste parce que les risques restent élevés. En dépit de l'accord sur le second plan de sauvetage de la Grèce, nous estimons que le risque d'une sortie de la Grèce de la zone euro durant l'année à venir a augmenté considérablement au cours de ces dernières semaines. Si ceci devrait se produire, il est parfaitement possible que l'aversion au risque domine à nouveau les marchés. Il y a cependant aussi une probabilité accrue que la BCE intervienne afin de limiter les dégâts. La Grèce semble de plus en plus un cas unique, comme le prouve la contraction des spreads des autres pays périphériques. Même les spreads portugais ont fortement diminué ces derniers temps.

La contraction des spreads est surtout évidente pour les obligations d'État à court terme émises par les pays périphériques. Les spreads des obligations espagnoles et italiennes à 2 ans ont, par exemple, diminué substantiellement. Les banques de ces pays ont participé à l'opération de refinancement de la BCE et ont acheté des obligations d'État domestiques. Dans ce cas, le rendement l'emporte si l'on compare les risques et le rendement. Si l'Italie fait faillite, les choses se gâteront en effet aussi pour les banques italiennes. Une nouvelle opération de refinancement est planifiée à la fin du mois de février et on s'attend à ce que les banques y participent à nouveau massivement. Les taux des obligations périphériques pourraient par conséquent encore diminuer au cours des prochaines semaines.

Les opérations de liquidité de la BCE ont été couronnées de succès : d'une part, elles ont permis d'éviter une crise de financement pour les banques et les gouvernements et, d'autre part, les taux des obligations des pays périphériques de la zone euro se sont largement repliés.

Préférence pour les obligations des marchés émergents et les obligations à haut rendement

Nous restons positifs pour les classes d'actifs plus risquées telles que les obligations à haut rendement et les obligations des marchés émergents. Les obligations à haut rendement profitent des fondamentaux sains des sociétés (faible taux de faillite, profils de refinancement et bilans moins risqués) et de la hausse de la confiance des entreprises.

Nous avons légèrement rehaussé nos prévisions positives pour les obligations des marchés émergents. Grâce au retour du goût du risque sur les marchés financiers, Les obligations des marchés émergents bénéficient d'importants flux entrants. De nombreuses devises de pays émergents se sont en outre appréciées. Ces dernières semaines, nous avons assisté en particulier à des flux de capitaux substantiels vers les fonds investis en obligations des marchés émergents. Les fondamentaux sont solides, avec une croissance élevée stable et un endettement relativement faible, tandis que les rendements attendus sont attrayants. Par ailleurs, la modeste croissance attendue et l'endettement élevé des marchés développés mettent en évidence l'importance des marchés émergents au sein des portefeuilles d'investissement mondiaux à plus long terme.

Nous sommes légèrement positifs pour les valeurs immobilières

Les valeurs immobilières (des marchés développés) ont mieux performé que la moyenne des marchés d'actions pendant une grande partie de 2011. Ceci est dû en partie au repli des taux à long terme en Allemagne et aux États-Unis. Toute hausse des taux longs pourrait dès lors avoir un impact négatif. Pour l'instant, nous ne prévoyons toutefois pas de hausse substantielle. Les valeurs immobilières sont soutenues par leur rendement du dividende attrayant. Dans un contexte de faibles taux persistants, le rendement du dividende relativement élevé des valeurs immobilières constitue un important facteur de soutien. Nous restons dès lors légèrement positifs pour ces valeurs.

Nous sommes légèrement négatifs pour les matières premières

Nous avons revu nos prévisions pour les matières premières à la baisse et sommes désormais légèrement négatifs. Ceci s'explique surtout par le repli de la croissance de la demande de matières premières de la Chine. Les chiffres économiques chinois, dont la production industrielle, sont légèrement inférieurs aux attentes. Les investissements en infrastructure ont déçu au cours des derniers trimestres, tandis que les investissements immobiliers se sont également clairement détériorés ces derniers temps. Les volumes de transactions se sont nettement contractés, alors que les prix ont commencé à baisser. La correction sur le marché immobilier implique que les risques pesant sur la croissance économique chinoise augmentent étant donné que les investissements dans le secteur immobilier ont été le moteur de la croissance économique durant la majeure partie de la décennie écoulée.

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.