

# MarketScope

La combinaison des mesures des banques centrales et des premiers signes suggérant que le cycle économique a atteint son creux contribue au sentiment positif des marchés.

- La BCE apaise les turbulences sur les marchés obligataires périphériques
- Le rebond des actions pourrait persister
- Les primes de risque des actions européennes pourraient diminuer
- Pas de hausse structurelle attendue pour le taux allemand à 10 ans

## La zone euro à nouveau dans des eaux plus calmes

Obligations	
Taux à 10 ans (prévision à 3 mois)	
États-Unis	2,0%
Zone euro	1,7%
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, 19 septembre 2012

*L'annonce par la BCE d'un programme de rachat d'obligations d'État a fortement réduit le risque systémique dans la zone euro. Nous avons dès lors décidé d'accroître notre exposition au risque au sein de notre répartition tactique des actifs et d'adopter une surpondération des actions.*

“Dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro et, croyez-moi, ce sera suffisant”. C'est en ces mots que Mario Draghi s'est exprimé fin juillet lors d'une conférence à Londres. Ces paroles ont été suivies d'actes le 6 septembre. La BCE a présenté un programme de rachat d'obligations lui permettant d'acheter des montants illimités d'obligations d'État de la zone euro à des conditions strictes. Les marchés ont réagi positivement : les taux du papier d'État des pays périphériques se sont repliés et les investisseurs ont vendu des obligations d'État allemandes sûres. Les marchés d'actions ont également rebondi. De plus, le 12 septembre, la cour constitutionnelle allemande a approuvé la création du fond de secours permanent européen, le MES. Les récents événements impliquent une nette diminution du risque de crise systémique dans la zone euro. La Fed a elle aussi annoncé de nouvelles mesures de stimulation.

Maintenant que les banques centrales ont agi, les gouvernements doivent prendre le relais. L'Espagne devrait faire une demande officielle d'aide plus tard dans l'année. Cela signifie qu'elle devra remplir des conditions strictes et sera placée sous la supervision de la BCE, de la Commission européenne et du FMI. Cette troïka visite actuellement la Grèce qui veut plus de temps pour atteindre ses objectifs budgétaires et pourrait nécessiter une nouvelle aide. Les problèmes de la zone euro sont loin d'être résolus, mais les pays disposent de davantage de temps pour mettre de l'ordre.

## 1. Économie : la BCE fait son travail

- Reprise de la zone euro aux mains des autorités
- La BCE fait ce qu'il faut pour apaiser les tensions
- Nouvelles mesures de stimulation de la banque centrale américaine
- Marchés émergents sous pression en raison de la faiblesse des exportations

### La reprise économique de la zone euro dépend des autorités

La reprise économique de la zone euro dépend largement de l'évolution de la crise de l'euro. L'incertitude relative à l'avenir de l'euro a fortement entamé la confiance des consommateurs et des entreprises. Les mesures d'austérité persistantes et les hausses d'impôts pèsent également sur la demande intérieure. La demande extérieure est trop faible pour compenser ceci. Au deuxième trimestre, l'économie de la zone euro s'est contractée de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs économiques suggèrent également une contraction au troisième trimestre.

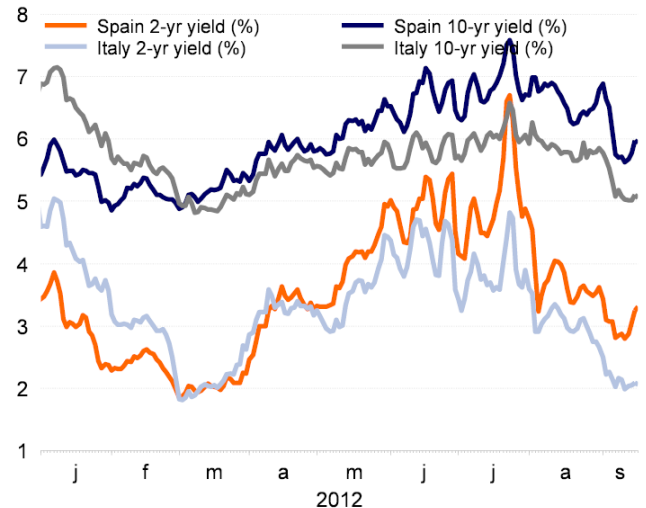
La crise de l'euro nécessite une solution fondamentale sous la forme d'une plus grande intégration de la supervision du secteur financier et des budgets des gouvernements. La Banque centrale européenne (BCE) fait tout ce qui est en son pouvoir pour aider à résoudre la crise. Bien qu'elle ne puisse apporter une solution à elle seule, elle peut contribuer à abaisser les taux que les pays de la périphérie doivent payer sur leurs obligations d'État.

### La BCE achètera des montants illimités d'obligations d'État

À cette fin, elle a annoncé un nouveau programme de rachat d'obligations : l'Outright Monetary Transaction (OMT). Ce programme peut acheter des montants illimités d'obligations d'État de pays en difficulté. Pour bénéficier du programme, le pays doit faire une demande officielle d'aide au FESF/MES (Fonds européen de stabilité financière et son successeur le Mécanisme européen de stabilité). Le pays devra satisfaire à des critères spécifiques pour pouvoir recevoir l'aide, comme la mise en œuvre de mesures d'austérité et/ou de réformes économiques.

Une autre caractéristique importante de l'OMT est que la BCE n'aura pas un statut de créancier privilégié pour les obligations achetées. Cela signifie que la BCE n'aura pas la priorité sur les autres détenteurs d'obligations si le pays ne peut plus remplir ses obligations de paiement. La quantité des achats d'obligations et leur timing ne seront pas annoncés à l'avance. En théorie, il n'y a pas de limite à l'intervention. Néanmoins, la BCE communiquera sur une base hebdomadaire et mensuelle combien d'obligations ont été achetées et quelles étaient les durations. Nous pensons qu'il s'agit d'une stratégie saine. Des objectifs explicites pourraient constituer une invitation pour les spéculateurs, tandis que limiter l'ampleur des achats à l'avance pourrait nuire à l'efficacité de la mesure.

Lorsque le président de la BCE, Mario Draghi, a annoncé fin juillet qu'il ferait "tout ce qui serait nécessaire pour préserver l'euro", les taux des obligations d'État de pays comme l'Espagne et l'Italie ont diminué. Cette tendance s'est poursuivie après l'annonce de l'OMT. Étant donné que l'OMT se concentre sur les obligations d'une durée de vie de 1 à 3 ans, les taux de ces obligations se sont particulièrement repliés. Nous nous attendons à ce que l'Espagne fasse bientôt une demande officielle d'aide au MES.



Source: Thomson Reuters Datastream, ING IM (01/01/2012 - 18/09/2012)

### La Fed met également en œuvre des mesures non conventionnelles

Aux États-Unis, la banque centrale continue à mettre en œuvre des mesures non conventionnelles afin de stimuler l'économie. La Fed devrait acheter chaque mois des dettes liées à des hypothèques à concurrence de 40 milliards de dollars. Le programme n'a pas d'échéance déterminée, ce qui signifie qu'il se poursuivra jusqu'à ce que les perspectives du marché du travail se soient améliorées substantiellement. Depuis plusieurs mois, la croissance de l'emploi américain déçoit, ce qui ne laisse guère augurer une reprise économique. Ceci vaut également pour l'indice des directeurs d'achats (ISM), un important indicateur de l'activité manufacturière. En revanche, certains indicateurs du marché immobilier ont dépassé les attentes, ce qui semble suggérer une modeste reprise.

### Marchés émergents affectés par la faiblesse de leurs exportations

La faible croissance économique aux États-Unis et en Europe a entraîné un repli de la croissance des exportations dans les marchés émergents. C'est notamment le cas en Chine, un important partenaire commercial de la zone euro. Le gouvernement chinois tente de compenser la faiblesse des exportations en stimulant la demande intérieure. Ceci se manifeste par une hausse des investissements en infrastructure. Jusqu'à présent, les mesures ne semblent toutefois pas suffisantes pour compenser la faiblesse de la demande extérieure. Un accroissement des mesures de stimulation pourrait provoquer une légère reprise économique au cours des prochains mois, mais à plus long terme, nous prévoyons un ralentissement progressif de la

croissance économique chinoise. L'endettement élevé des gouvernements locaux et du secteur financier chinois empêche la banque centrale de procéder à des injections massives de liquidités similaires à celles de 2008/2009. L'augmentation des risques dans le secteur financier et la détérioration des prévisions de croissance pour l'économie chinoise ont également un impact négatif sur la devise chinoise, le renminbi, qui ne s'est pas appréciée depuis le printemps. Au deuxième trimestre, la Chine a été confrontée aux sorties de capitaux les plus élevées de son histoire.

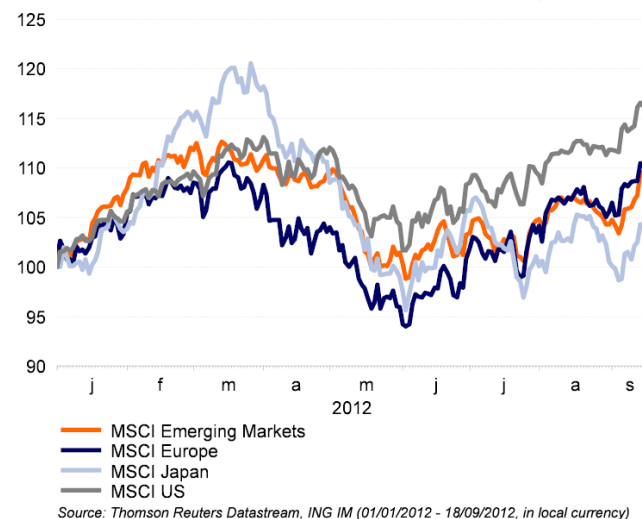
## 2. Actions : le rebond pourrait se poursuivre

- Les banques centrales aiguillonnent les actions
- Nous sommes positifs pour les actions européennes
- Les sociétés européennes profitent de l'euro faible
- Nous sommes plus positifs pour les valeurs financières et cycliques

### Les actions bénéficient surtout des politiques des banques centrales

Ces derniers mois, les politiques des banques centrales ont été le principal facteur responsable de la tendance haussière des marchés d'actions. Nous observons également les premiers signes timides d'une stabilisation de l'économie mondiale. De nombreux indicateurs sont toujours faibles, mais le nombre de surprises négatives a fortement diminué. Ceci vaut aussi pour la tendance bénéficiaire, soit le ratio entre les révisions à la hausse et à la baisse des prévisions bénéficiaires des analystes. Il y a toujours plus de révisions baissières que haussières, mais l'écart diminue légèrement.

### Les actions sont orientées à la hausse depuis juin



### Mouvement de rattrapage des actions européennes

Le graphique montre que les actions européennes se comportent bien depuis début juin. Elles ont été soutenues par les développements positifs dans la crise de l'euro. Les résultats des élections générales grecques ont, par exemple, été favorables à l'euro, tandis que les mesures annoncées lors du sommet européen de fin juin (supervision bancaire,

aide pour les banques via le MES, mesures en faveur de la croissance) ont dépassé les attentes. La promesse de Mario Draghi de faire tout ce qui sera nécessaire pour préserver l'euro a également contribué à restaurer la confiance. Étant donné que le sentiment du marché avait été très négatif au deuxième trimestre et que les actions européennes étaient impopulaires auprès des investisseurs, les événements susmentionnés ont provoqué un rebond 'de soulagement'.

### Nous sommes plus positifs pour les actions européennes

Nous étions déjà devenus plus positifs à l'égard des actions européennes en juillet et l'annonce du programme OMT par la BCE n'a fait que renforcer nos perspectives favorables. Ceci s'explique par le fait que le programme a notamment diminué largement le risque systémique (le risque qu'un problème dans un pays/une banque provoque des problèmes dans d'autres pays/banques). Les primes de risque élevées des actions européennes pourraient dès lors baisser, tandis que les valorisations très faibles des actions européennes pourraient désormais augmenter. Nous nous attendons dès lors à ce que les actions européennes continuent à mieux performer que l'ensemble des actions.

### Redressement de l'euro, mais son potentiel de hausse est limité

Les sociétés européennes profitent également de la faiblesse de l'euro depuis près d'un an. Plus de la moitié des revenus des sociétés européennes sont générés en dehors de l'Europe. Depuis août, on assiste toutefois à un raffermissement de l'euro par rapport au dollar américain. En dehors de la promesse de la BCE de sauver l'euro, l'appréciation est aussi due aux attentes d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la Fed. Les attentes relatives aux politiques monétaires poursuivies par la BCE et la Fed ont longtemps été le principal élément influençant le taux de change euro/dollar. Nous pensons que le potentiel de hausse de l'euro vis-à-vis du billet vert est limité, notamment parce que la BCE va continuer à assouplir sa politique monétaire. Nous nous attendons à ce que la banque centrale ramène son taux de base à 0,5% au quatrième trimestre.

### Rebond de l'EUR/USD depuis les propos de Draghi



### Nous sommes plus positifs pour les valeurs financières et cycliques

En dehors de la bonne performance des actions européennes, les valeurs du secteur financier mondial se sont également distinguées durant le trimestre écoulé. Comme pour les actions européennes, ceci est surtout imputable à la nette diminution du risque systémique dans la zone euro. Nous sommes dès lors plus positifs pour les valeurs financières. Enfin, nous sommes également plus positifs à l'égard des actions sensibles au cycle économique. Selon nous, les mesures des banques centrales européenne et américaine devraient stimuler l'appétit des investisseurs pour le risque. En termes relatifs, les valeurs cycliques devraient surtout en profiter. Les mesures pourraient aussi contribuer à restaurer la confiance des entreprises et des consommateurs, ce qui pourrait à son tour entraîner une accélération de la croissance économique au quatrième trimestre. Nous sommes positifs pour les perspectives des secteurs cycliques des biens de consommation durables et des matériaux.

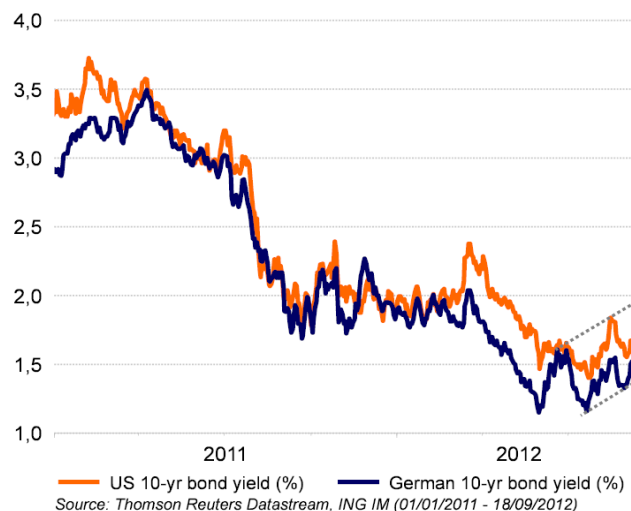
### 3. Obligations : marchés soutenus par la BCE

- Une aversion plus faible pour le risque entraîne une hausse des taux
- Pas de hausse structurelle des taux attendue
- Les marchés s'attendent à ce que l'Espagne demande de l'aide
- Le soutien de la BCE stimule les obligations d'État périphériques

#### Retrait partiel des placements refuges

Les attentes concernant les politiques des banques centrales se reflètent également sur les marchés obligataires. Depuis juillet, les taux des obligations allemandes et américaines à 10 ans ont augmenté par rapport aux niveaux très faibles atteints durant l'été. Au deuxième trimestre, la demande substantielle des investisseurs pour les placements sûrs (ce que l'on appelle une fuite vers la sécurité) a entraîné une forte baisse des taux. Les récentes mesures des banques centrales ont amélioré la confiance des investisseurs dans la zone euro, ce qui a conduit ces derniers à échanger certaines de leurs obligations allemandes contre des placements plus risqués.

#### Tendance haussière des taux allemands et américains à 10 ans?



On peut douter que ceci annonce le début d'une tendance haussière plus structurelle à plus long terme pour les taux allemands et américains à 10 ans. La croissance économique reste faible, tandis que les politiques monétaires très souples poursuivies par les banques centrales exercent des pressions baissières sur les taux. En outre, les obligations d'État liquides au rating AAA demeurent populaires auprès des investisseurs, alors que leur offre est relativement limitée. Les taux partent cependant de niveaux très faibles et offrent par conséquent un potentiel de hausse compte tenu du plus grand appétit des investisseurs pour le risque.

#### La BCE a montré l'exemple, maintenant les gouvernements doivent prendre le relais.

Le programme de rachat d'obligations est bien sûr une bonne nouvelle pour les obligations d'État des pays périphériques de la zone euro. Comme illustré par le graphique en page 2, les taux des obligations espagnoles et italiennes se sont repliés considérablement. En ce qui concerne plus particulièrement l'Espagne, ceci est basé sur la supposition que le pays demandera officiellement l'aide de l'Europe. Ceci dépend naturellement du processus politique. L'Espagne devra répondre à des critères stricts avant que la BCE n'achète des obligations d'État espagnoles. Il est possible que ceci ne se produise que lorsque le marché sera confronté à de nouvelles turbulences, c'est-à-dire que lorsqu'un certain seuil de douleur sera atteint, l'Espagne se résoudra à accepter l'idée et la BCE pourra agir.

Globalement, l'annonce du programme OMT de la BCE a eu un impact positif sur les marchés obligataires périphériques. Ils sont désormais plus attrayants pour les investisseurs en quête de rendement.

### 4. Surpondération des valeurs immobilières

Les valeurs immobilières ont très bien performé cette année. Alors que les actions mondiales ont progressé de plus de 15% jusqu'au 13 septembre, les valeurs immobilières mondiales ont grimpé de plus de 25%. Elles performant

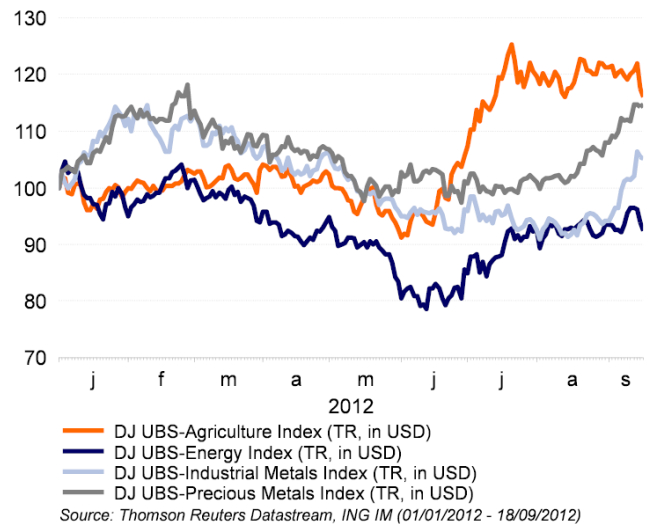


généralement mieux que l'ensemble du marché des actions en période de baisse des taux longs (dans les économies développées). Elles sont également soutenues par le marché immobilier américain, car les signes indiquant que les prix y ont quasiment touché leur plancher se multiplient. Enfin, les valeurs immobilières profitent aussi de leur rendement du dividende attrayant. Dans un contexte de faibles taux persistants, le rendement du dividende relativement élevé des valeurs immobilières est un atout important. Nous surpondérons par conséquent les valeurs immobilières.

## 5. Légère sous-pondération des matières premières

Les perspectives pour les matières premières sont mitigées. Les prix des métaux précieux augmentent en raison des politiques menées par les banques centrales. Les capitaux injectés dans le système financier impliquent que les marchés incorporent le risque inflationniste dans les cours à plus long terme. Étant donné que l'or est considéré comme une couverture contre l'inflation, ceci a un impact haussier sur le prix de l'or. Dans le secteur agricole, les prix ont augmenté substantiellement durant l'été en raison d'une sécheresse qui a menacé les récoltes de céréales dans plusieurs parties du monde. Les hausses de prix ont néanmoins pris fin au cours de ces derniers mois. Les métaux industriels pourraient profiter de l'augmentation des investissements de la Chine en projets d'infrastructure. Toutefois, l'activité manufacturière totale demeure faible en Chine. Globalement, nous sommes légèrement sous-pondérés en matières premières.

**Les prix agricoles stagnent, les métaux précieux montent**



### 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.