

Robeco Newsletter Février 2012

Un changement radical de climat - combien de temps va-t-il durer ?

Par Léon Cornelissen, économiste en chef de Robeco



Le rallye des actifs risqués début 2012 devrait retomber dans les prochains mois, avertit l'économiste en chef de Robeco, Léon Cornelissen, étant donné que les problèmes de la zone euro n'ont pas été définitivement traités.

Les actifs risqués ont enregistré de très bons résultats en janvier. Les actions mondiales ont gagné près de 5 %, alors que l'immobilier et les titres de créance des pays émergents ont augmenté de plus de 6 %. Les actions des marchés émergents ont connu un mois particulièrement solide, avec un taux de plus de 10 %, effaçant ainsi une grande partie de leur sous-performance au cours des six derniers mois.

Ce début d'année sur des chapeaux de roue est dû à plusieurs facteurs. Premièrement, l'environnement macroéconomique fondamental s'est amélioré. Les derniers résultats américains ont été meilleurs que prévus et il est de plus en plus probable que la Chine évitera un atterrissage difficile. « Les données macroéconomiques indiquent que la probabilité d'un double creux continue à diminuer, » remarque Léon Cornelissen.

Deuxièmement, la crise de la dette de la zone euro a enregistré un changement positif. En adoptant une approche plus radicale - en offrant aux banques des prêts illimités sur trois ans (les fameux LTRO - Long-Term Refinancing Operation) avec des taux intéressants et des conditions de garantie minimales - la BCE a réussi à calmer la crise, entre autres en permettant à l'Italie et à l'Espagne de se refinancer à des taux acceptables.

Troisièmement, il existe un facteur saisonnier. Il s'agit du schéma de marché dans lequel la performance est faible en été et moins faible en hiver. Et il s'agit d'une source de soutien pour les actions qui restera en place dans les prochains mois, car le facteur saisonnier se poursuit jusqu'en avril, même s'il perd en intensité. En outre, la croissance économique devrait se poursuivre, même si des surprises positives sont peu probables. Il s'agit là d'un autre avantage pour les actions.

Le rallye des actifs risqués devrait ralentir

Mais la situation ne se résume pas à cela. Léon Cornelissen signale que plusieurs facteurs négatifs sont sous-jacents et que leur émergence pourrait bien annoncer un retournement de situation après l'effervescence du nouvel an. « Nous pensons que le rallye des actifs risqués va s'atténuer dans les prochains mois, » dit-il.

Une chose est sûre : aucune solution définitive n'a été trouvée pour résoudre les problèmes de la Grèce, qui n'est toujours pas sur une voie durable, même si le dernier plan de sauvetage est une réussite, et ceux du Portugal. Ce dernier s'est vu attribuer une très mauvaise note de la part de S&P et aura sûrement besoin d'un nouveau plan de sauvetage au cours de l'année.

En outre, le ralentissement économique va continuer à mettre la pression à l'Italie et à l'Espagne. « La crise de la dette est loin d'être résolue, » explique Léon Cornelissen. « Il faut tenir compte de la faiblesse fondamentale des pays du sud de l'Europe, tandis que le nouveau cadre budgétaire, plus intégré, de la zone euro – avec des règles concernant les pays participants qui n'arrivent pas à remplir leurs obligations – doit encore être finalisé. » Un troisième facteur de complication est l'élection présidentielle française.

Etant données les mauvaises nouvelles attendues sur ces questions, l'équipe Financial Markets Research maintient un positionnement d'allocation d'actifs relativement prudent. Elle est neutre pour les actions, l'immobilier et les matières premières et préfère les obligations d'entreprise et les titres de créance des marchés émergents aux emprunts d'Etat, qui sont fortement surévalués.

L'économie mondiale en phase de reprise conjoncturelle

Mais examinons de plus près la situation macroéconomique. Globalement, l'environnement macroéconomique mondial peut être caractérisé de reprise conjoncturelle, modérée par des problèmes structurels. L'une des conséquences de ces problèmes structurels est que la croissance économique devrait descendre en deçà de la croissance moyenne enregistrée jusqu'à présent.

« Notre scénario de base consiste donc en une reprise économique stagnante, à laquelle nous attribuons une probabilité de 70 %, alors que nous sentons qu'il y a actuellement 20 % de chance que nous assistions à un double creux, » souligne Léon Cornelissen.

La reprise économique américaine prend de la vitesse

Malgré tout, les dernières données macro-économiques sont généralement encourageantes. Les Etats-Unis sont un bon exemple. L'indice Manufacturing PMI a enregistré une hausse depuis octobre 2011 et la reprise sur le marché de l'emploi se poursuit, comme le soulignent les 257 000 nouveaux emplois enregistrés en janvier et la baisse du taux de chômage à 8,3 %.

L'Europe a fait preuve d'une résistance inattendue en janvier

Si les problèmes d'endettement de la zone euro sont loin d'être résolus, l'économie de la région a fait preuve d'une vigueur surprenante en janvier, menée par l'Allemagne et la France. L'indice Composite PMI de la zone euro est passé de 48,3 en décembre à 50,4 en janvier, signe d'expansion. Et si l'activité continue à se contracter en Italie, en Irlande et en Espagne, même leurs indices PMI se sont améliorés en janvier.

Pour Léon Cornelissen : « L'apparente stabilisation des conditions économiques est une bonne nouvelle après la baisse enregistrée au dernier trimestre 2011 ».

De bonnes nouvelles sont également venues du Royaume-Uni. Les deux indices de production et de services ont enregistré une forte hausse en janvier. En même temps, l'inflation accuse une forte baisse, passant d'un pic de 5,2 % en septembre à 4,2 % en décembre. « Ceci renforce la probabilité d'un nouveau desserrement quantitatif de la part de la Banque d'Angleterre, » observe Léon Cornelissen.

Le déficit commercial est révélateur de la vulnérabilité japonaise

Le Japon n'a pas connu de bonnes nouvelles en janvier. Pour 2011, le pays a connu son premier déficit commercial depuis 31 ans. Les exportations ont diminué de 2,7 %, en raison des chaînes de production endommagées, mais aussi du ralentissement économique mondial. Les exportations automobiles ont chuté de près de 11%.

Dans le même temps, les importations ont gagné 11 %. En raison de la fermeture de la plupart des centrales nucléaires du pays, les importations d'énergie sont montées en flèche, le gaz naturel enregistrant une hausse de 38 % et le pétrole brut de 21 %.

« La dégradation de la balance commerciale a recentré l'attention sur la vulnérabilité accrue du Japon, étant donné son taux record de dette souveraine et sa situation démographique défavorable, » explique Léon Cornelissen.

L'inflation diminue sur les marchés émergents

Sur les marchés émergents, l'inflation est en baisse et les autorités adoptent, d'une façon ou d'une autre, une politique de desserrement monétaire. Prenons l'Inde. L'indice de référence des prix de gros enregistre enfin une baisse. Et il diminue rapidement, de 10,0 % en septembre à 7,5 % en décembre. La banque centrale a indiqué qu'elle était préparée à une baisse des taux si l'inflation continue à diminuer, ce qui est probable.

De nouvelles baisses de taux sont aussi probables au Brésil. La banque centrale a abaissé les taux de 200 points de base depuis août en raison du ralentissement de l'économie, même si l'inflation (6,4 %) reste bien supérieure au taux cible de 4,5 %.

L'inflation chinoise a enregistré une légère baisse (à 4,1 %) en décembre. Il semble de plus en plus probable que la Chine parviendra à éviter un atterrissage difficile. « Dans tous les cas, le gouvernement chinois dispose d'une vaste marge de manœuvre s'il s'avérait nécessaire de stimuler l'économie, » explique Léon Cornelissen.

Les gains des actions risquent d'être freinés par la crise de la dette

Comment se traduit le scénario qui consiste à « faire au mieux » (avec une croissance économique qui reste modérée, une BCE efficace, mais aussi une crise inachevée qui s'est temporairement atténuée) dans le positionnement de l'allocation d'actifs ?

Cette combinaison signifie que les perspectives des actions sont neutres. « Nous pensons que le pire de la crise de la dette est derrière nous, mais son issue ne sera pas simple, » explique Léon Cornelissen.

Marchés émergents : la région préférée pour les actions

Au sein des actions, les marchés émergents restent la région favorite de l'équipe Financial Markets Research. « Ils bénéficient de la baisse des risques inflationnistes, d'un desserrement de la politique monétaire, d'une croissance correcte et d'un revirement de l'aversion pour le risque, » indique Léon Cornelissen.

En plus de ces facteurs macroéconomiques favorables, elle juge que les marchés émergents sont sous-évalués d'environ 10 % par rapport à leurs équivalents matures. Et si la gouvernance d'entreprise est un facteur négatif qui justifierait une décote, ces marchés ne connaissent pas les problèmes de dette souveraine qui assaillent actuellement les marchés matures. « Une valorisation équivalente serait raisonnable selon nous, » ajoute-t-il.

L'Amérique du Nord l'emporte sur l'Europe et le Pacifique

L'autre préférence régionale de l'équipe est l'Amérique du Nord par rapport à l'Europe et la région Pacifique. En Europe, elle prévoit une nouvelle dépréciation monétaire en anticipation du prochain prêt sur trois ans de la BCE, tandis que le climat est sensible aux données économiques de l'Espagne et de l'Italie.

Pendant ce temps, les révisions de bénéfices sont très faibles dans le Pacifique, ce qui reflète en partie la vigueur du yen. « Nous doutons que la région soit bon marché comme beaucoup le pensent, » remarque Léon Cornelissen.

Les secteurs défensifs des actions ne sont plus favoris

Actuellement, l'équipe n'a pas un avis tranché sur les secteurs. En janvier, elle a abandonné sa préférence pour les titres défensifs par rapport aux financières. « La dynamique des titres défensifs a continué à diminuer, tandis que les révisions à la baisse de bénéfices ont aussi nuí aux titres défensifs, » explique Léon Cornelissen.

Elle a désormais une légère préférence pour les actions cycliques (l'industrie pour être plus précis, qui allie une dynamique correcte à des révisions de bénéfices relativement encourageantes) par rapport aux financières, restant réticente à abandonner son avis négatif sur ces dernières. « Nous reconnaissons qu'une quantité illimitée d'argent presque gratuit est positive pour le secteur financier, mais nous doutons de son potentiel à long terme, » dit-il.

Position neutre sur l'immobilier

L'équipe reste neutre à propos de l'immobilier. « Les perspectives de l'immobilier ressemblent de près à celles des actions, » explique Léon Cornelissen. « Nous pensons que ces deux catégories d'actifs vont enregistrer des résultats modérés dans notre scénario qui consiste à « faire au mieux ». »

S'il est encourageant que les analystes n'aient pas révisé à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour les sociétés immobilières ces derniers mois, plusieurs facteurs vont à l'encontre de résultats plus solides.

Premièrement, le rapport des dettes nettes contre les actifs totaux, même s'il diminue, reste élevé d'un point de vue historique. Deuxièmement, l'accès au financement sera une question importante dans l'immédiat. Et troisièmement, il n'y a pas de nette différence entre les actions et l'immobilier du point de vue de la valorisation. Le ratio cours/flux de trésorerie pour l'immobilier est de 1,5 fois celui des actions, ce qui correspond précisément à la moyenne historique.

Les obligations d'État ne sont plus privilégiées

L'équipe a un avis négatif sur les obligations d'État. Bien que les risques d'inflation à court terme soient faibles, le desserrement quantitatif, le vieillissement de la population et la croissance rapide de la classe moyenne émergente sont des facteurs qui pourraient bien faire augmenter les prix à la consommation d'ici quelques années.

En même temps, les obligations d'État sont fortement surévaluées. Les rendements américains et allemands restent à des plus bas historiques, ce qui génère des rendements réels négatifs : les taux à dix ans américains et allemands s'élèvent actuellement à 1,8 %, contre des taux d'inflation conjoncturelle respectifs de 3,0 % et 2,7 %.

Les obligations d'entreprise devraient poursuivre leur surperformance

« Nous pensons que les obligations d'entreprise sont plus attrayantes que les obligations d'État, car les spreads ont encore une marge de diminution, » explique Léon Cornelissen. En effet, l'équipe prévoit que les obligations investment grade et high yield restent surperformantes par rapport aux obligations d'État.

L'une des conséquences des quantités illimitées d'argent bon marché que la BCE injecte dans le système bancaire est la diminution des autres différentiels de taux. Aux États-Unis, pendant ce temps, la reprise est suffisamment faible pour déclencher un nouveau desserrement quantitatif.

« L'association d'une croissance faible et d'une hausse des liquidités devrait rapprocher les spreads des obligations d'entreprises de leurs taux moyens historiques, » déclare Léon Cornelissen.

Perspectives attrayantes pour les titres de créance des pays émergents

Léon Cornelissen et ses collègues ont aussi une préférence pour les titres de créance par rapport aux obligations d'État sur les marchés émergents. D'un côté, les marchés émergents présentent des facteurs positifs. Les titres de créance des pays émergents bénéficient de l'amélioration des perspectives inflationnistes et de prévisions de croissance correctes

pour les marchés émergents. En outre, les problèmes de dette souveraine semblent voués à rester confinés aux marchés matures. D'un autre côté, la valorisation des titres souverains n'est pas attrayante.

L'équipe a une légère préférence pour les obligations d'entreprise par rapport aux titres de créance des marchés émergents. Elle considère les premières comme un choix plus sûr.

Recommandation toujours neutre pour les matières premières

L'équipe conserve sa position neutre sur les matières premières. Facteur positif : elle prévoit que la tendance haussière à long terme des prix des matières premières continue. Aucun ralentissement important n'est à prévoir sur les marchés émergents pour l'instant, tandis que les marchés matures, à l'exception de la zone euro, semblent pouvoir éviter un double creux. La demande de matières premières devrait donc continuer à croître.

A court terme, cependant, l'équipe adopte une recommandation neutre. « La dynamique n'a pas été convaincante ces derniers mois, tandis que les réserves de pétrole restent légèrement supérieures à la moyenne, » explique Léon Cornelissen.

[Cliquez ici pour lire l'intégralité du dernier rapport de l'équipe Financial Markets Research](#)

Avertissement

Ce document possède un caractère privé et confidentiel ; il est à l'usage exclusif de la personne à laquelle il a été remis par Robeco Gestions. Il ne peut être diffusé, reproduit ou publié partiellement ou intégralement à destination de tout tiers sans l'accord écrit préalable de Robeco Gestions. Les avis et opinions que Robeco Gestions est susceptible d'émettre notamment sur les marchés et/ou les instruments financiers ne peuvent engager sa responsabilité. Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation en vue de la souscription à ces produits ; l'investisseur étant seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les supports choisis correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en matière de placement ou de financement, il doit prendre connaissance des prospectus de chaque OPCVM, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPCVM, notamment les prospectus complets et simplifiés, sont disponibles auprès de Robeco Gestions ou sur le site Internet www.robeco.fr. Robeco Gestions est agréé par l'AMF en tant que société de gestion depuis le 1er juillet 1997. N° d'agrément : GP 97-72