

Numéro de funambule (entre crédibilité des banques centrales et risque de crise)



Giordano Lombardo
Group Chief Investment Officer

Les principaux risques pour une stratégie d'investissement favorisant les actifs à risque sont un revirement d'opinion des investisseurs concernant les politiques monétaires et la déflation en Europe.

« Regarde sous la surface ; ne laisse jamais échapper la qualité ni la valeur intrinsèque d'une chose »

Marc Aurèle

Le premier mois de l'année a confirmé le scénario principal présenté dans nos dernières perspectives : les économies des pays développés montent en puissance et les banques centrales maintiennent leurs politiques monétaires accommodantes, ce qui contribue à soutenir les actifs à risque. Il y a toutefois de nombreuses raisons de rester prudent pour la suite.

Comme nous l'avons souligné dans notre précédente Lettre du CIO, les dépenses d'investissement (CAPEX) des entreprises américaines redémarrent, ce qui marque une amélioration indispensable pour une reprise de la croissance économique globale. A cet égard, les récents chiffres décevants sur le marché de l'emploi semblent davantage un contretemps passager qu'un renversement de tendance. Néanmoins, les principaux indicateurs macroéconomiques demeurent sous étroite surveillance, du fait des craintes qui entourent la solidité réelle de l'économie et sa capacité à supporter l'arrêt progressif des stimuli monétaires exceptionnels.

En Europe, une légère amélioration du contexte économique conjuguée à un regain de confiance dans le système financier à mesure que se profile l'union bancaire, ont fait revenir les investisseurs y compris dans les pays périphériques. La tendance récente semble confirmer le début d'une rotation des portefeuilles d'investisseurs en faveur du marché des actions, et notamment du segment des titres à dividendes élevés. Ceci profite à notre allocation d'actifs qui favorise les marchés d'actions européens par rapport aux marchés d'actions américains, où les valorisations sont plus tendues. Les craintes concernant la déflation et la capacité de la BCE à contrer ce risque sont toutefois susceptibles de peser sur les actions européennes.

L'engagement des banques centrales à maintenir leurs politiques de taux zéro maintient les spreads de crédit et les rendements à des niveaux historiquement bas. La recherche de rendement continue de pousser les investisseurs à exploiter toujours plus les opportunités sur des segments plus risqués et moins liquides tels que ceux des titres non notés ou des prêts à clauses allégées (« cov-lite »). Cette tendance n'est pas si différente de celle observée avant la crise de 2008.

Sans surprise, et comme nous l'avons également observé en 2013, les marchés émergents font figure de maillon faible, car la plupart des investisseurs s'abstiennent de s'engager dans des pays affichant d'importants déficits de balance courante (l'Argentine, la Turquie et d'autres pays d'Asie sont de nouveau sous le feu des projecteurs) ou caractérisés par une incertitude politique qui retarde les réformes économiques.

Aucune des sources de volatilité apparues récemment n'a remis en cause notre opinion optimiste concernant les actifs à risque, et notamment les actions. Je pense néanmoins qu'il est opportun de focaliser la présente lettre sur les principaux risques pouvant miner notre stratégie d'investissement, notamment un revirement d'opinion des investisseurs quant aux politiques monétaires et la déflation, particulièrement en Europe.

Avant toute chose, je tiens à souligner que nos équipes d'investissement déploient d'importants efforts pour détecter les facteurs de risque. Nous évaluons chacun d'entre eux individuellement en examinant leur probabilité et l'horizon temporel dans lequel ils pourraient se produire ainsi que leur impact potentiel sur nos stratégies. Ceci constitue la base de notre approche d'investissement, qui vise à fournir d'excellents résultats à nos clients tout en protégeant du mieux possible leurs portefeuilles.

En fonction des conclusions de notre analyse des risques, nous pouvons décider d'élaborer des scénarios alternatifs et de mettre éventuellement en œuvre des stratégies de couverture. La décision de couvrir ou non un risque est étroitement liée au coût de la protection et aux bénéfices escomptés en termes de réduction des pertes, car nous pensons que couvrir des portefeuilles contre toutes les menaces possibles est économiquement inefficace.

L'un des risques que nous identifions actuellement est le changement d'opinion des investisseurs quant à l'efficacité des politiques monétaires. Depuis 2009, les injections monétaires exceptionnelles sont perçues comme un stimulus positif pour l'économie et donc pour les actifs à risque. Dans le même ordre d'idées, les détails fournis dès mai 2013 par la Réserve fédérale sur le processus de « tapering » n'ont pas été vus d'un aussi bon œil pour ce qui concerne les actifs à risque, et en particulier les titres de marchés émergents (ME). Des signes provisoires indiquant un renforcement de l'économie mondiale et une stabilité de la croissance des bénéfices d'entreprises ont ensuite aidé les marchés financiers à surmonter leurs craintes initiales quant au « tapering ». Il faut reconnaître que la Fed a fait ce qu'il fallait en décembre, lorsqu'elle a guidé les anticipations du marché en établissant une distinction claire dans l'esprit des investisseurs entre le début désormais officiel du processus de « tapering » et une première hausse de taux d'intérêt.

Toutefois, jouer avec les attentes du marché n'est pas une tâche facile et nous avons déjà exprimé quelques doutes quant à l'efficacité de la « forward guidance » sur le long terme (voir notre lettre précédente). Je pense que la Fed marche sur un fil et qu'elle risque de décevoir les marchés.

Si les données économiques se révélaient plus solides que prévu, atteignant ainsi le seuil fixé pour déclarer inutiles les stimuli monétaires, les marchés pourraient commencer à intégrer dans les prix une accélération du « tapering » ainsi qu'une possible hausse prochaine des taux d'intérêt. Cette accélération pourrait apparaître comme une réponse tardive à une hausse imminente de l'inflation, ce qui conduirait les investisseurs à liquider leurs obligations et ferait grimper les rendements. Un tel scénario profiterait aux actions. Par ailleurs, la fuite accrue de capitaux des marchés émergents augmenterait le risque de hausse des taux d'intérêt visant à empêcher la dépréciation des monnaies mais qui freinerait alors la croissance économique. Nous pouvons actuellement observer les premiers signes annonçant ce scénario.

Le scénario économique pourrait cependant ne pas se dérouler comme prévu pour les raisons inverses, de nouveaux risques pesant sur la croissance économique pourraient faire surface. Dans ce cas, la poursuite de l'assouplissement monétaire serait nécessaire. Cet effort serait vraisemblablement rendu vain par le faible bénéfice marginal tiré de

Jouer avec les attentes du marché n'est pas une tâche facile. Selon nous, la Fed marche sur un fil et le risque de décevoir les marchés n'est pas négligeable.

nouvelles injections monétaires, les investisseurs étant pour la plupart sceptiques quant à leur effet. Ce bénéfice pourrait être encore moins perceptible sur les marchés émergents, où les investisseurs sont de nouveau attentifs à la faiblesse des fondamentaux.

Dans ces conditions, nous estimons que les marchés émergents demeurent la principale source de volatilité. Nous restons donc prudents sur l'ensemble de cette classe d'actifs, notamment en devises locales. Nous continuons à surpondérer la Chine, qui par son engagement à se réformer s'éloigne potentiellement du groupe des pays émergents pour se rapprocher de celui des pays développés en termes de structure économique et de politique.

La déflation n'est pas vraiment un contexte propice pour l'économie : elle tend à différer la consommation et les investissements, à aggraver la charge de la dette et sape par conséquent la croissance économique.

Le second risque principal pour notre scénario de base est la déflation. Jusqu'à il y a quelques mois, la stabilité des prix semblait davantage menacée par une hausse, les investisseurs craignant que les politiques monétaires trop accommodantes ne provoquent l'inflation. Il faut admettre que personne ne sait encore vraiment quels seront les effets à long terme de cette stimulation monétaire sans précédent. Des pics inflationnistes ne peuvent être totalement exclus, mais la déflation a récemment attiré davantage l'attention, en particulier en Europe.

La déflation signifie à strictement parler une forte baisse (principalement) des prix à la consommation, ce qui n'est pas arrivé très souvent : sur ces 80 dernières années, on recense aux États-Unis six épisodes qui ont affecté l'économie pendant environ 10 % du temps. La déflation n'est pas vraiment un contexte propice pour l'économie. En effet, elle tend à différer la consommation et les investissements, à aggraver la charge de la dette et sape par conséquent la croissance économique. Selon les termes prononcés par l'ancien directeur de la Réserve Fédérale Ben Bernanke lors d'un discours en 2002, « *les effets économiques d'un épisode déflationniste sont en grande partie similaires à ceux de tout autre baisse significative de la dépense globale, c'est-à-dire la récession, la hausse du chômage et des tensions financières.* »

Le fait de se trouver dans un scénario d'inflation faible/de désinflation ou dans une véritable déflation peut constituer une différence significative pour les marchés financiers.

En somme, la déflation peut mettre en péril tous les efforts consentis pour stimuler l'économie et préoccupe beaucoup les banquiers centraux. A cet égard, l'expérience vécue par le Japon ces 15 dernières années est particulièrement inquiétante, car elle montre clairement l'importance des attentes des gens et comme il est difficile d'en jouer. Au Japon, lorsque la croissance de l'IPC est entrée en territoire négatif, la déflation s'est ancrée à un tel point que seule la récente politique baptisée d'après le nom du premier ministre actuel (*Abenomics*) est parvenue à rétablir l'inflation au prix d'un assouplissement monétaire très agressif.

En outre, la déflation s'accompagne d'un autre effet sournois : ces 100 dernières années, nous avons vu que la répression financière et l'inflation étaient des moyens de réduire la charge de la dette. Compte tenu des niveaux d'endettement actuels dans les pays développés, une certaine inflation serait souhaitable. Son absence suscite donc des inquiétudes chez les décideurs politiques comme chez les investisseurs quant à la soutenabilité à long terme de la dette détenue aussi bien par des États que par des investisseurs privés.

Le fait de se trouver dans un scénario d'inflation faible/de désinflation ou dans une véritable déflation peut constituer une différence significative pour les marchés financiers et pour une stratégie d'investissement favorisant les actifs à risque.

En cas de faible inflation, les banques centrales n'auront pas besoin de relever les taux d'intérêt pour préserver la stabilité des prix. Cela se traduira alors par la poursuite d'une politique avantageuse de taux d'intérêt nuls. Ceci constituerait notre scénario le plus favorable, avec des répercussions positives à la fois sur les marchés d'actions et

obligataires. Mais qui dit faiblesse des taux d'intérêt dit aussi faiblesse des rendements réels sur les obligations. Comme nous l'avons souligné dans nos précédentes lettres, ceci illustre la nécessité d'une gestion active pour réaliser des surperformances. Il nous faudrait exploiter absolument toutes les sources d'« alpha » dont dispose l'équipe de Pioneer Investments pour ajouter de la valeur aux rendements ternes attendus pour la plupart des classes d'actifs.

Toutefois, si le marché se met à anticiper un scénario déflationniste, les marchés d'actions seront vraisemblablement les premiers à en subir les effets négatifs. Nous avons analysé tous les épisodes déflationnistes survenus ces 80 dernières années en nous basant sur des données pour les États-Unis et nous avons constaté que les actions tendent à anticiper la déflation en enregistrant des pertes dans presque tous les cas, prouvant ainsi l'importance capitale des attentes du marché et de la crédibilité des banques centrales.

Les actions tendent à anticiper la déflation, prouvant ainsi l'importance capitale des attentes du marché et de la crédibilité des banques centrales.

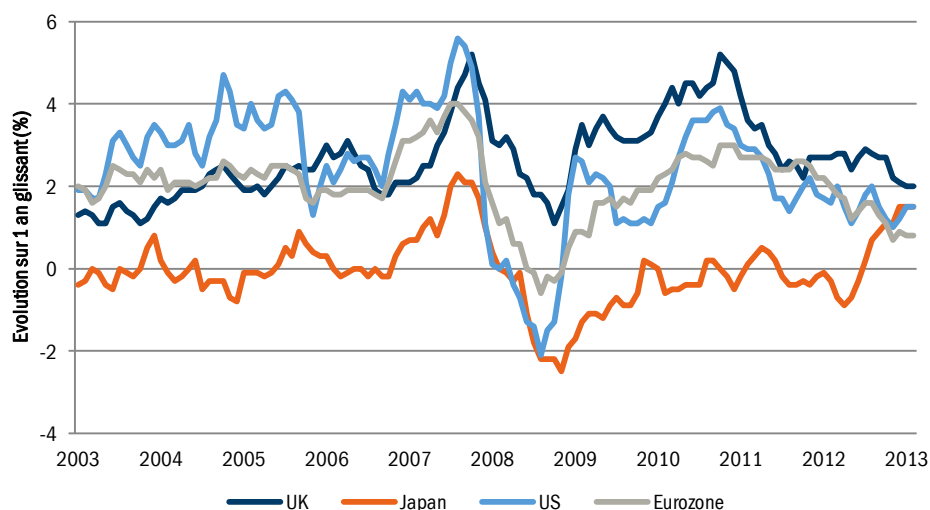
Six périodes de déflation aux États-Unis et performance du S&P500

Du	au	Durée en mois*	Nb. Trimestres entre niveau le plus haut du S&P500 et l'entrée en déflation	Performance S&P500 sur les 6 mois avant l'entrée en déflation	Variation du S&P 500 lors de la déflation
31/03/2009	30/09/2009	6	5	-40 %	32 %
30/09/1954	30/06/1955	9	-	+18 %	27 %
30/06/1949	30/06/1950	12	4	-2 %	25 %
30/09/1940	31/12/1940	3	4	-22 %	-1 %
31/03/1938	30/06/1939	15	4	-41 %	28 %
31/03/1930	29/09/1933	42	2	-28 %	-61 %

Sources : Bloomberg, calculs de Pioneer Investments. * Du premier trimestre où l'économie est entrée en déflation au dernier trimestre où l'on enregistre une déflation.

L'endroit où le risque de déflation semble le plus concret est la zone euro. Sur la base des dernières données économiques, le taux d'inflation moyen est passé de 2,2 % en 2012 à 1,5 % en 2013 dans le groupe de pays principalement développés de l'OCDE. La zone euro est cependant responsable de la majeure partie de cette baisse, car la hausse annuelle des prix à la consommation y était inférieure à 1 % en décembre, soit une forte baisse par rapport aux 3 % enregistrés à la mi-2011, juste avant que la crise de la dette de l'UEM ne tourne mal.

Désinflation, faible inflation ou déflation ?



Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2013.

La baisse de l'inflation sous les 1 % masque une grande disparité des données individuelles. Certains pays périphériques connaissent déjà une légère déflation, si l'on exclut les taxes supplémentaires (telles que la TVA) imposées pour redresser les budgets publics. Toutefois, la baisse des prix résulte pour l'essentiel d'un ajustement tardif des salaires dû à la crise, au niveau de chômage record qui en a découlé ainsi qu'à la nécessité de regagner en compétitivité à l'échelle internationale. La baisse des prix alimentaires et de l'énergie a joué un rôle y compris en Allemagne, où il n'y a techniquement pas eu de récession, mais c'est la diminution des salaires qui explique la baisse flagrante des indices « de base » dans les pays périphériques, ce qui illustre clairement la tendance sous-jacente consistant à exclure les titres volatils liés aux matières premières. Nous pensons que le processus d'ajustement des salaires est bien avancé mais probablement pas encore terminé, en particulier pour des pays comme l'Italie où il a été moins prononcé.

Dans la zone euro, la baisse de l'inflation sous les 1 % masque une grande disparité des données individuelles.

Evolution des salaires dans la zone euro : un tableau contrasté

	Zone euro	Belgique	Allemagne	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie
Moyenne 2001-2008	3,0	2,8	1,8	5,2	3,6	4,5	3,7	3,1
Moyenne 2010-2013T3	2,1	2,8	2,3	0,1	-4,7	1,3	2,3	2,3

Source : Eurostat. Données disponibles au 31 janvier 2014.

Le tableau n'est pas complètement noir pour l'économie européenne : des enquêtes ont notamment mis en évidence une légère amélioration du climat des affaires, y compris dans des secteurs hautement cycliques à travers les pays. Il convient de souligner les efforts visant à stabiliser le secteur bancaire à travers le processus d'« Asset Quality Review » (AQR) mis en œuvre par la BCE, dont le possible rôle de superviseur de l'« Union bancaire » pourrait contribuer à améliorer l'opinion des investisseurs sur la zone euro. En partant du principe que les prix du pétrole et des matières premières vont se stabiliser avant de croître modérément (dans le sillage de la croissance mondiale) et compte tenu du fait que les salaires pourraient atteindre un seuil plancher, nous pensons que la désinflation restera le scénario de base, même si le spectre de la déflation ne peut être écarté.

Au vu des déclarations récentes de son président Mario Draghi, la BCE semble avoir conscience que la déflation est un risque à surveiller de près.

Reste à savoir **si** et **comment** la BCE, qui a été créée pour lutter contre l'inflation, envisage d'intervenir pour empêcher les prévisions de pencher en faveur d'une déflation. Étant donné le niveau actuel des taux d'intérêt, des mesures conventionnelles telles que de nouvelles baisses de taux directeurs seront probablement inefficaces. Dans les limites de son mandat, la BCE pourrait donc adopter une politique d'assouplissement quantitatif similaire à celle de la Fed, bien qu'une telle décision risque de susciter l'opposition des représentants très influents de la banque centrale allemande.

Comme nous l'avons soutenu à plusieurs reprises dans ces lettres, le meilleur remède serait une politique monétaire duale, ce qui n'est pas possible dans une union monétaire. La banque centrale doit donc décider ce qui est le moins pire : éviter une déflation à la périphérie de la zone euro tout en acceptant une certaine inflation en son cœur, ou s'en tenir à une orthodoxie « anti-inflationniste » qui finira par anéantir les espoirs de reprise économique.

La politique fiscale devrait contribuer à « relancer » l'économie, mais cette piste ne peut être exploitée dans la plupart des pays d'Europe, où l'austérité fiscale est certes terminée mais où la consolidation budgétaire demeure la règle.

La BCE doit décider ce qui est le moins pire : éviter une déflation à la périphérie de la zone euro tout en acceptant une certaine inflation en son cœur, ou s'en tenir à une orthodoxie « anti-inflationniste » qui finira par anéantir les espoirs de reprise économique.

Nous pensons que le marché n'a pas complètement réalisé ni intégré dans ses prix le risque que la BCE pourrait n'avoir aucun plan pour contrer la déflation et que des désaccords politiques pourraient conduire à un blocage prolongé de son action.

En somme, nous pensons que le marché n'a pas complètement réalisé ni intégré dans ses prix le risque que la BCE pourrait n'avoir aucun plan pour contrer la déflation et que des désaccords politiques pourraient conduire à un blocage prolongé de son action.

C'est pourquoi nos équipes d'investissement estiment qu'une déflation est plus probable que ne le suggèrent les données économiques actuelles (et même nos estimations macroéconomiques), et nous évaluons actuellement toutes les options disponibles pour protéger autant que possible nos portefeuilles face à ce risque spécifique.

Une seconde source de risque pour notre scénario global réside dans un ralentissement sensible de l'économie mondiale, provoqué par le trouble grandissant sur les marchés émergents que nous avons évoqué brièvement ci-dessus. Comme nous l'avons vu, le risque est que ces derniers deviennent les « victimes » du changement de politique monétaire aux États-Unis. Néanmoins, comme nous sommes convaincus que les principaux risques pour les économies émergentes sont liés à des problèmes domestiques et non pas seulement à un revirement des opinions quant à la politique monétaire des États-Unis, ce thème mérite d'être abordé dans une lettre dédiée. Nous vous écrirons donc à ce sujet la prochaine fois.



Informations importantes

La diversification ne garantit pas la réalisation de bénéfices et ne protège pas contre les pertes. Sauf mention contraire, toutes les informations contenues dans le présent document proviennent de Pioneer Investments et sont datées du 31 janvier 2014. Sauf mention contraire, toutes les opinions exprimées sont celles de Pioneer Investments. Ces points de vue sont susceptibles de changer à tout moment compte tenu du marché et d'autres circonstances, et rien ne peut garantir que les performances des pays, des marchés ou des secteurs seront conformes aux prévisions. Tout investissement comporte certains risques, notamment des risques politiques et monétaires. Le rendement de l'investissement et la valeur du capital peuvent varier à la baisse comme à la hausse, ce qui peut entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue en aucun cas une invitation à vendre ou acheter de quelconques parts de fonds ou un quelconque service. Pioneer Investments est un nom commercial du groupe de sociétés Pioneer Global Asset Management S.p.A. Date de première utilisation : 3 février 2014.