

EXPECTED RETURNS

2020
2024

S'ÉCHAPPER DE LA GALERIE DES GLACES

Résumé

Résumé

S'échapper de la galerie des glaces

On dit que le prince portugais Henri le Navigateur (1394-1460), véritable initiateur des grandes découvertes, encourageait ses marins à oser s'aventurer au-delà de ce qui était considéré à l'époque comme « la limite du monde ». Homme visionnaire, il a étudié de près les cartes et utilisé toutes les informations à sa disposition pour convaincre ses équipages que leur perception était limitée. Leurs découvertes ont apporté de grandes richesses. Sur les marchés financiers d'aujourd'hui, nous avons atteint la limite de ce qui nous semblait auparavant inconcevable : des rendements obligataires à long terme négatifs. Ironie du sort, les obligations souveraines, actifs refuges par excellence, naviguent vers l'inconnu. Ainsi, 15 000 milliards de dollars d'obligations en circulation sont déjà tombés en territoire négatif.

L'économie mondiale et le système financier sont en pleins sables mouvants : la mondialisation telle que nous la connaissons est menacée. Selon nous, une récession dans les cinq prochaines années est inévitable, et pour de nombreux actifs, cela se traduira par des rendements inférieurs aux moyennes historiques. Les droits de douane ne sont qu'un symptôme, pas la maladie elle-même. Premier ministre britannique dans les années 1930, Stanley Baldwin a décrit la racine du problème : « Les entreprises peuvent prospérer avec des tarifs douaniers, elles peuvent prospérer sans tarifs douaniers, mais elles ne peuvent prospérer dans un contexte d'incertitude. » Le problème vient des incertitudes politiques persistantes, qui sont à leur plus haut niveau depuis des décennies. Le participant lambda de Davos qui cherche à « améliorer l'état du monde » se bat pour obtenir un consensus avec ses homologues, car nous sommes passés d'un monde bipolaire à un monde multipolaire. Les prix des obligations montrent en partie que la période de transition que nous anticipons pourrait se transformer en période de bouleversement.

Vers quel état du monde nous dirigerons-nous dans les cinq prochaines années ?

Dans cet article, nous remettons en question la vision du monde déflationniste, qui est intégrée dans les prix des obligations et considérée comme la nouvelle normalité. Selon nous, il n'y aura pas de stagnation durable, mais pas non plus d'expansion durable. Au contraire, nous estimons que le marché sous-estime le risque d'inflation dans les cinq ans à venir. Nous pensons que les innombrables obligations à rendement négatif vont remonter, mais qu'un retour à l'« ancienne normalité » (pour autant qu'elle existe) ne sera pas possible dans les cinq prochaines années, car nous savons que la spirale baissière des taux d'intérêt va perdurer. L'économie mondiale fait une véritable course marathon, les États-Unis jouissant à présent de la plus longue expansion de l'histoire depuis la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, la croissance mondiale est moins stable depuis l'année dernière, et elle a continué de décélérer plus rapidement que prévu. En Chine et aux États-Unis, la croissance a retrouvé un rythme tendanciel, mais l'Allemagne, première puissance manufacturière de la zone euro, est en difficulté. Les taux de chômage dans les économies avancées sont au plus bas depuis des décennies, mais aucun signe de surchauffe économique ni de pression inflationniste. L'inflation est le chien qui n'a pas encore aboyé.

Notre thème nous a été inspiré par l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke. En 2004, il avait déclaré : « Qu'attendent les marchés en matière d'évolution de la politique monétaire ? Cette question est importante pour les décideurs politiques, non pas parce que nous nous préoccupons forcément de devoir réaliser les attentes des marchés – une telle stratégie dégénère rapidement et devient une galerie des glaces – mais parce qu'elle permet de vérifier l'efficacité de notre communication. » Quinze ans plus tard, la politique monétaire de la Fed semble pourtant dégénérer en « galerie des glaces ». Une politique monétaire devrait reposer sur des données et des preuves, mais les banques centrales semblent de plus

en plus occupées à satisfaire les marchés qui anticipent des taux d'intérêt encore plus bas. Cette tendance s'explique facilement puisqu'elle émerge dans un contexte d'inflation toujours anémique, tandis que les craintes de récession augmentent. Les marchés considèrent qu'une politique monétaire accommodante est la seule solution. Les nombreux tweets publiés par le président américain pour forcer la Fed à reprendre sa politique d'assouplissement quantitatif n'aident pas non plus à maintenir le cap.

En réagissant aux marchés qui anticipent un nouvel assouplissement, la politique monétaire présente une image déformée de ce qu'elle a été. Ce qui est dommageable. Le président de la Fed, Jerome Powell, a récemment déclaré qu'il vaut mieux prévenir que guérir, mais l'histoire économique montre encore et toujours qu'il est difficile d'empêcher le développement de déséquilibres dans l'économie, qui finissent par augurer une récession. Notamment parce qu'à force de prévention, on atteint l'overdose (quand une banque centrale reste trop longtemps accommodante).

S'échapper de la galerie des glaces

Selon nous, il est essentiel que les banques centrales s'échappent de la stratégie de « galerie des glaces ». S'échapper est le verbe adéquat ici, car la marge de manœuvre monétaire a besoin d'être optimisée avant une récession. Comme l'a récemment déclaré le président de la Fed de New York, John Williams, « si nous échouons à nous préparer, nous nous préparons à échouer ». Les banques centrales doivent adopter l'esprit visionnaire d'Henri le Navigateur et diriger les marchés plutôt que d'y réagir, à l'aide de tous les outils disponibles. Dans les années 1930, les taux réels très bas ont permis d'échapper à un piège à liquidités, et il n'est pas surprenant de voir les banques centrales d'aujourd'hui viser une hausse de l'inflation, ce qui indique aux marchés que les taux directeurs resteront durablement bas. Mais obtenir une hausse de l'inflation de cette manière revient à tenter de s'évader de la prison d'Alcatraz. Nous accordons aux banques centrales le bénéfice du doute, tout en notant que l'argent bon marché n'a pas permis d'atteindre le taux cible de l'inflation durant cette expansion. Par ailleurs, on peut se demander comment la modification de la cible d'inflation peut fonctionner si les acteurs du marché restent centrés sur la déflation.

Les taux directeurs nominaux étant proches de leur limite inférieure effective, nous pensons que les banques centrales des économies avancées sont mal équipées pour contrer une récession. Nous ne sous-estimons pas leur capacité à repousser la frontière des politiques non conventionnelles, mais on reconnaît de plus en plus que la politique monétaire a ses limites. Les banques centrales jouent un rôle trop central dans les discussions de marché. Dans un contexte de hausse fulgurante des incertitudes politiques, les autorités monétaires ne peuvent supprimer l'excès d'épargne ni modifier l'aversion au risque des consommateurs. Les banques centrales ne peuvent modifier des facteurs tels que la baisse du taux de syndicalisation, la réduction du pouvoir de négociation des travailleurs, ou le fait que les chaînes de valeur mondiales ont rendu l'inflation domestique plus sensible aux écarts de production mondiaux.¹ Si le commerce mondial connaît un revirement, comme dans les années 1930 après l'introduction de la loi Smoot-Hawley, les biens durables pourraient redevenir une force inflationniste et non plus déflationniste.

Les gouvernements sont mieux armés pour s'adapter à ces paramètres macro essentiels. Nous pensons que la politique budgétaire va également jouer un rôle. Ce point de vue gagne rapidement du terrain et il est ardemment défendu par Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI, qui souligne que le contexte des faibles taux d'intérêt est une opportunité pour la politique budgétaire.

1. Voir par exemple Auer, Borio et Filardo (2017), et Forbes (2018).

La marge de manœuvre monétaire (et de plus en plus la marge de manœuvre budgétaire) fournit une base pour les « états du monde » que nous jugeons probables, et l'interaction de ces deux outils politiques est un fil conducteur des scénarios que nous élaborons. La recherche de marge de manœuvre politique restera un élément clé dans les cinq prochaines années.

Dans notre scénario de base (« galerie des glaces »), le moyen d'échapper à la stratégie inefficace de ce jeu de miroirs mené par les banques centrales est d'apporter une réponse budgétaire non coordonnée. Les mesures de relance budgétaire sont efficaces pour accroître la demande agrégée et les prévisions d'inflation, mais elles ont un coût. La soutenabilité de la dette s'est érodée, et alors que la récession s'avère modérée, le secteur privé anticipe un retour rapide à la prudence budgétaire et à des déficits budgétaires moins importants. La reprise après le ralentissement reste poussive.

Dans notre scénario haussier (« redémarrage de la mondialisation »), les banques centrales évitent la « galerie des glaces » car les incertitudes politiques se dissipent et les problèmes commerciaux sont réglés, bien que la question de la limite inférieure effective des taux d'intérêt reste d'actualité quand la récession frappe. Une coopération internationale accrue améliore l'efficacité des mesures de relance budgétaire.

Dans notre scénario baissier (« échos des années 1970 »), le monde subit un choc d'offre négatif. La période de transition se transforme en période de bouleversement et de technonationalisme. L'ordre mondial s'effrite et les États-Unis quittent l'OMC. Dans la bataille pour l'hégémonie mondiale qui oppose les États-Unis à la Chine, d'autres pays se retrouvent pris entre deux feux et le processus de mondialisation en cours depuis des décennies s'inverse. Cette intensification de la guerre commerciale a un effet inflationniste. Les autorités chinoises visent le plein-emploi afin d'apaiser les troubles sociaux, en associant des mesures de relance monétaire à des mesures budgétaires massives, devenant ainsi un pays exportateur d'inflation plutôt que de déflation. Il en résulte une stagflation, plus timide que celle des années 1970 cependant.

Prévisions générales des rendements

Quelles sont les conséquences pour les investisseurs ? L'expansion actuelle n'est pas durable et une récession dans les cinq prochaines années semble inévitable. Dans notre rapport « La patience, notre meilleur atout » publié l'année dernière, nous avons évoqué une récession mais indiqué que malgré la menace d'un risque baissier, la plus grande menace serait de réduire le risque trop vite et trop tôt. Les prix des actifs ayant augmenté durant l'année, la patience s'avère effectivement un atout pour le moment. Prendre des risques dans un contexte de fin de cycle peut être bénéfique dans un premier temps, mais sur un horizon de cinq ans, les rendements des actifs resteront inférieurs à leurs moyennes à long terme. Nous ne pensons pas que la prochaine récession sera un phénomène de « limite du monde » comme le fut la crise financière mondiale. Il s'agira davantage d'une récession « patchwork » caractérisée par de petites poches d'excès dans l'économie mondiale, qui deviendront suffisamment importantes pour entraver la croissance mondiale.

Prévisions annuelles de rendements de 2020-2024

	Rendements annualisés sur 5 ans	
	EUR	USD
Obligations		
Obligations d'État domestiques AAA	-1,75%	2,50%
Obligations d'État mondiales (pays développés, couverts)	-0,375%	2,00%
Crédits mondiaux investment grade (couverts)	0,25%	2,75%
Crédits mondiaux high yield (couverts)	0,75%	3,25%
Dette souveraine émergente (locale)	2,75%	4,00%
Liquidités		
	-0,50%	1,60%
Équivalents actions		
Actions marchés développés	3,25%	4,50%
Actions marchés émergents	3,75%	5,00%
Immobilier coté	3,25%	4,50%
Matières premières	4,00%	5,25%
Prix à la consommation		
Inflation	1,60%	2,00%

La valeur de vos investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Source : Robeco

Sur un horizon de cinq ans, nous avons révisé à la baisse nos prévisions de performances pour la plupart des classes d'actifs. Concernant les obligations d'État, les perspectives sont partagées pour les cinq ans à venir. Les Bunds allemands sont nettement survalorisés, et lorsque l'inflation augmentera, les rendements devraient rester bien inférieurs à ceux des liquidités. A contrario, les bons du Trésor américain s'en sortiront le mieux lorsque la récession se déclencherà, et surperformeront confortablement les liquidités.

La valorisation est également un facteur pénalisant pour les actions des marchés développés. Cependant, les rendements peuvent rester relativement solides durant la première partie de notre période de prévision. Mais dans la mesure où nous anticipons une récession vers 2022, ils finiront à des niveaux plutôt bas à la fin de notre période de prévision. Les actions émergentes sont globalement bon marché, mais nous n'avons pas modifié notre prévision de rendement par rapport aux marchés développés : compte tenu des politiques de protectionnisme qui perdurent, nous n'anticipons qu'une prime de 50 points de base.

Un secteur se démarque en termes de rendement relatif, à savoir les matières premières. L'environnement macroéconomique devient moins favorable aux crédits investment grade et au high yield, et nous pensons que les surperformances seront inférieures aux niveaux moyens historiques, malgré des valorisations neutres.

Thématiques abordées dans cette édition

Cette année nous avons inclus quatre thématiques. Trois d'entre elles sont d'actualité, la quatrième est intemporelle. Les deux premières sont en lien avec notre thème « S'échapper de la galerie des glaces », tandis que la troisième examine les conséquences, sur l'investissement, de la pondération accrue de la Chine dans les indices de référence. Nous présentons différents scénarios ainsi que nos prévisions de rendements pour chacun d'eux, et celles-ci peuvent jouer un rôle important dans la construction de portefeuille. La quatrième thématique présente une méthode pour intégrer ces points de vue dans le processus de construction du portefeuille.

1. Ouvrir la voie aux politiques non conventionnelles

Notre premier rapport spécial décrit une façon d'échapper à la galerie des glaces : la politique monétaire. Pour autant, avec des taux proches de leur limite inférieure effective, la marge de manœuvre monétaire permettant de combattre la prochaine récession a diminué. Heureusement, il ne s'agit pas que de la seule option. Dans cet article, nous montrons que la marge de manœuvre disponible et la volonté de l'utiliser ont d'importantes conséquences sur la reprise économique et les rendements des actifs après une récession ou un événement financier stressant.

2. Célébrer 30 ans de ciblage de l'inflation ?

Le ciblage de l'inflation existe depuis 30 ans. Il est largement considéré comme une réussite, mais l'est-il réellement ? Les taux d'inflation désespérément bas ont conduit les banques centrales à ramener les taux directeurs au niveau ou à proximité de leur limite inférieure effective. Dans ce rapport spécial, nous nous concentrons sur un débat actuellement mené à la Fed et qui devrait façonner la future politique monétaire. L'issue de ce débat a plusieurs conséquences majeures, en particulier pour les marchés obligataires.

3. Accorder à la Chine la place qui lui revient dans votre portefeuille

Pour beaucoup d'investisseurs, il s'agit d'une énigme : pourquoi la pondération du marché chinois dans les indices d'investissement est-elle si faible par rapport à son poids économique ? De nombreux observateurs affirment que le poids de la Chine devrait et sera plus important à l'avenir. Que doit donc faire l'investisseur ? Attendre que cela se produise ou agir maintenant ? Les investisseurs peuvent et doivent prendre le temps d'envisager toutes les conséquences d'une allocation accrue à la Chine, notamment en matière de facteurs ESG. En cas d'allocation accrue, l'incidence de la Chine sur le profil ESG d'un portefeuille deviendra un élément que les investisseurs ne pourront plus ignorer.

4. Affiner l'inclusion des points de vue dans la construction du portefeuille

L'être humain a tendance à se laisser duper par la conviction. Or, un scénario de base n'est qu'un scénario parmi tant d'autres. Étant donné que d'autres scénarios (par exemple « échos des années 1970 ») peuvent considérablement influencer les investissements, les investisseurs auraient tout intérêt à examiner comment « la queue peut faire remuer le chien ». Les investisseurs se retrouvent donc face à une tâche difficile : comment combiner efficacement tous les points de vue dans un portefeuille ? Dans ce rapport, nous décrivons une approche bien connue pouvant servir ici : le modèle de Black-Litterman. Cette approche pouvant être relativement complexe concernant les points de vue des marchés, nous proposons des améliorations permettant de traduire plus facilement ces points de vue dans la construction de portefeuille.

Information importante

Cette publication est destinée aux investisseurs professionnels. RIAM est une société de gestion d'actifs néerlandaise agréée par l'AFM (autorité néerlandaise des marchés financiers) qui est habilitée à ce titre à proposer ses services en France. Robeco France est agréé par l'ACPR (RCS Paris 354.080.558 - CIB10683) depuis le 28 septembre 2012 en tant qu'entreprise d'investissement.

Sans explications complémentaires, le présent document ne peut être considéré comme complet. Celui-ci a pour but de fournir à l'investisseur professionnel des informations générales sur les capacités spécifiques de Robeco, mais ne constitue en aucun cas un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente de certains titres ou produits d'investissement. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur le site web de Robeco : <https://www.robeco.com/fr>.

Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Aucune partie de cette présentation ne peut être reproduite, stockée dans une base de données automatisée ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission préalable et écrite de Robeco. Les informations contenues dans la présente publication ne sont pas destinées aux utilisateurs d'autres pays, tels que les citoyens et résidents des États-Unis, dans lesquels l'offre de services financiers étrangers n'est pas autorisée ou dans lesquels les services de Robeco ne sont pas disponibles.

Contact

Robeco France
36 rue Marbeuf
75008 Paris

T +33 1 5535 4700
I www.robeco.fr

