

# Perspectives mondiales 2012

## Dans un environnement de faibles rendements, chaque point de base compte

Il y a un an, nous déclarions que l'année 2011 serait dans la continuité de la portion relativement horizontale de la reprise dite en racine carrée. Nous pensions que les risques baissiers défrayant la chronique continueraient d'alterner avec l'actualité haussière des résultats d'entreprise. Les événements ont confirmé nos anticipations.

En 2012, nous pensons que cet environnement se maintiendra. Alimentée dans de nombreux cas par une actualité sensationnelle concernant les risques, la volatilité devrait rester élevée pendant la majeure partie de l'année. Les résultats d'entreprise, aux États-Unis notamment, devraient ralentir après deux ans de gains démesurés. Pourtant, une croissance modérée des bénéfices pourrait faire pencher la balance du bon côté. Ensemble, ces deux facteurs devraient se traduire par des rendements boursiers positifs (bien que modestes) dans le monde en 2012.

### SYNTHÈSE

**Peter Gunning**, Directeur mondial de l'investissement, Investissements Russell

Au-delà de cette tendance générale, la situation variera certainement selon les régions. L'Europe continuera de dominer l'actualité financière défavorable (et à juste titre). Bien qu'une récession semble inévitable dans cette région, les dirigeants européens peuvent encore intervenir (et nous pensons qu'ils le feront) pour empêcher un effondrement financier et une conjoncture encore plus fâcheuse.

En Asie, et surtout en Chine, le mastodonte de la croissance économique, le ralentissement devrait être net, tout en générant néanmoins un produit intérieur brut (PIB) substantiel. Enfin, les États-Unis nous semblent être sous-évalués, tant par les valorisations des actions que par les anticipations trop pessimistes de croissance. Nous serions surpris que le marché des actions ne tire pas parti de cette situation d'ici la fin de l'année.

Pour leur part, les indicateurs économiques sont contrastés. L'inflation devrait rester faible (du moins dans les pays développés). Les taux d'intérêt demeureront probablement bas également, et les seules hausses modérées concerneront les échéances éloignées. En revanche, la volatilité continuera d'enregistrer des pics remarquables qui défraieront la chronique. Conjuguée aux niveaux actuels des taux d'intérêt, la prime de risque actions semble présager un environnement de rendements faibles.

Que cela signifie-t-il pour les investisseurs? Que chaque détail de la gestion de leurs portefeuilles sera essentiel. Chaque point de base gagné aura fait l'objet d'une lutte âpre. Selon nous, il faudra une diversification régionale solide, car le centre de gravité poursuivra sa migration vers l'Est en raison de l'influence de la Chine et des marchés émergents. Tandis que les investissements traditionnels produiront peu d'effets, les alternatives importeront plus que jamais. Et bien qu'elle tourmente les marchés, la volatilité générera aussi des occasions pour les portefeuilles à gestion dynamique.

Nous estimons que pour générer des gains cette année, il faudra une approche active, mondiale et à stratégies multiples; l'identification de gestionnaires surperformants dans tous les secteurs et régions comptera plus que jamais. L'investissement dans des titres non conventionnels sera également une stratégie déterminante pour doper les résultats potentiels. Dans un monde de volatilité accrue et de rendements en recul, il sera de plus en plus important d'avoir une approche dynamique de l'investissement permettant de tirer parti des occasions à mesure qu'elles se présentent pour réaliser des placements performants.

Chaque point de base acquis en 2012 devra faire l'objet d'une protection adéquate, par le biais de mesures rigoureuses et mises en œuvre efficacement. Car si la croissance est un objectif réalisable cette année (et peut se matérialiser pour certains investisseurs dynamiques et bien positionnés), celui-ci ne sera pas facile à atteindre. En 2012, chaque cent comptera. ■

### › JANVIER 2012

Auteurs :

**Mike Dueker, Ph.D.**  
Économiste en chef

**Douglas Gordon**  
Stratège principal en investissement, Amérique du Nord

**Shailesh Kshatriya, CFA**  
Stratège principale en investissement, Groupe canadien de stratégie

**Andrew Pease**  
Responsable de la stratégie d'investissement, Asie Pacifique

**John Velis, Ph.D.**  
Responsable de la recherche des marchés de capitaux, zone Europe

**Stephen Wood, Ph.D.**  
Responsable de la stratégie de marché

# Les grands thèmes des perspectives 2012

**En 2011, les risques politiques internationaux ont mobilisé l'attention des marchés financiers. En 2012, la volatilité et un appétit pour le risque alternant avec une fuite vers la qualité resteront de mise, mais la situation s'éclaircira en fonction de l'efficacité des solutions apportées par les responsables politiques.**

## **1. Perspectives à long terme de Russell : la poursuite du désendettement à l'échelle mondiale restera la toile de fonds du monde économique, financier et politique en 2012, et pour les années à venir.**

Trois décennies ont suffi pour que les économies développées empruntent beaucoup trop de capitaux, et il faudra des années pour les rembourser. Les « récessions de bilan » sont généralement suivies de reprises longues, pénibles et inférieures au rythme tendanciel, de sorte qu'il faut s'attendre à une baisse du niveau de vie, à un chômage structurellement élevé, ainsi qu'à une contraction des rendements et à une volatilité accrue. À mesure que les actifs « sans risque » deviendront un concept du passé, il faudra faire preuve de discipline en attendant que les marchés s'adaptent aux nouvelles réalités en matière de risque. Tout cela surviendra dans un contexte d'affrontement des priorités pour les démocraties occidentales, entre la nécessité d'engager des mesures d'austérité, le besoin de soutenir la croissance économique et l'importance d'accroître les dépenses de prestations. On assistera à une lutte intergénérationnelle entre, d'un côté, les baby-boomers au poids électoral important, et de l'autre, les générations plus jeunes qui devront payer la facture.

## **2. Le risque clé : la deuxième crise des subprimes est celle de l'euro.**

Face à la fragilité du système bancaire européen, nous considérons que les erreurs potentielles de politique européenne et l'inaction sont les principales sources de risque systémique et de menace pour l'opinion des marchés internationaux (comme nous l'avions constaté dans nos perspectives de 2011).

## **3. Un aspect légèrement positif : une reprise économique américaine en forme de racine carrée**

Depuis 2009, notre équipe table avec justesse sur une reprise économique américaine en forme de racine carrée. Compte tenu de l'amélioration de l'actualité concernant l'économie américaine, de la vigueur persistante des résultats des entreprises du pays et du développement de poches performantes d'investissement privé, nous pensons que cette prévision se maintient pour 2012. Le marché immobilier devrait se stabiliser lentement et l'emploi s'améliorer de manière très apathique. Bien que leur situation budgétaire soit semblable à celle de l'Europe, les États-Unis ont le luxe d'avoir plus de temps compte tenu d'un environnement macroéconomique plus robuste. Selon nous, la situation de l'Europe évoluera comme celle des États-Unis, mais de façon accélérée.

## **4. Un aspect légèrement positif : le moteur chinois/asiatique de la croissance**

Les autorités chinoises viennent d'engager un cycle d'assouplissement et la Chine parviendra sans doute à opérer un atterrissage en douceur. La Chine et, grâce à leurs mesures d'assouplissement, d'autres pays émergents, seront une nouvelle fois les moteurs de la croissance du PIB mondial (parallèlement aux États-Unis).

Dans nos perspectives il y a un an, nous prévoyions à juste titre que les marchés financiers seraient dominés par un appétit pour le risque alternant avec une fuite vers la qualité, le tout ponctué de spasmes de volatilité. En 2011, les marchés ont effectivement été volatils, en raison notamment d'une lutte persistante et acharnée entre « les variables pouvant être prédites et celles qui suscitent la

### **OBJECTIFS À FIN 2012**

› 2,6 %

RENDEMENT DU BON  
DU TRÉSOR AMÉRICAIN  
À 10 ANS

› 1300

INDICE S & P 500

› 720

INDICE RUSSELL 1000®

---

crainte ». En ce qui concerne les premières, qui peuvent être prédites ou du moins mesurées, citons la croissance modérée de l'économie américaine, qui ne suit certainement pas une tendance rapide ou solide, mais plutôt en forme de racine carrée. Par ailleurs, à en juger par les statistiques, l'immobilier et le chômage américains semblent se stabiliser et surtout, une grande partie des entreprises américaines continuent d'enregistrer des niveaux de rentabilité inégalés.

Parmi les éléments pouvant être prédits, citons également le joker chinois. La banque centrale chinoise a entamé un cycle de resserrement de sa politique monétaire il y a quasiment deux ans, et depuis 2009, ses marchés actions et ses statistiques économiques enregistrent une contraction. La Chine vient de commencer à assouplir sa politique et nous pensons que le joker chinois se révélera en 2012. Selon nous, le pays opérera un atterrissage en douceur et contribuera à accélérer légèrement la croissance mondiale d'ici le second semestre 2012.

La crise de la dette européenne reste la variable délicate, qui provoque des spasmes sur les marchés. L'Europe a des difficultés d'ordre politique et même si les conséquences sont de nature économique, financière et humaine, la solution doit elle aussi être politique. Les dirigeants et la Banque centrale européenne doivent mettre en œuvre des mesures rapides et décisives pour assurer aux investisseurs mondiaux qu'ils ne laisseront pas la situation se dégrader comme lors de la faillite de Lehman Brothers. Les redressements constatés sur les marchés en 2011, après les mesures engagées par le Fonds monétaire international et l'intervention des banques centrales mondiales coordonnée par la Réserve fédérale américaine, mettent en évidence l'absence de leadership politique en Europe, et font craindre des conflits et erreurs politiques.

Alors que la volatilité s'annonce élevée en 2012 par rapport aux moyennes historiques (comme ce fut le cas en 2011), nous savons également qu'en fin de compte, ce sont les fondamentaux économiques et les résultats des entreprises qui importent. Bien qu'il soit impossible de prédire les rendements, nous pensons que les marchés finiront par s'éloigner des tendances alternant panique et soulagement dictées par l'actualité, pour retrouver une orientation plus proche des mouvements historiques, dans laquelle les investisseurs pourraient commencer à être récompensés pour leurs placements disciplinés et leur gestion active (avec une recherche rigoureuse, une allocation dynamique d'actifs et une sélection intelligente des titres).

### **Un équilibre timide des risques en 2012**

D'après notre scénario central, les deux moteurs que sont les économies chinoise et américaine, vont s'allumer et tirer la croissance mondiale. S'ils ne parviennent pas à démarrer et si l'Europe parvient à stabiliser la crise de la dette souveraine, nous pensons que ce scénario pourrait avoir un impact positif marqué pour les actifs risqués. Bien que notre conviction concernant les prévisions américaines et chinoises grandisse avec chaque statistique publiée, nous sommes tout à fait conscients que la politique est volatile et qu'il est extrêmement difficile de formuler des prévisions dans ce domaine. L'Europe restera source de risque systémique, ce qui contribuera à la lutte acharnée entre les aspects qui peuvent être mesurés et ceux qui sont craints.

### **Appel à l'action ou à l'inaction**

Comme nous tablons sur la persistance d'une volatilité élevée, nous sommes conscients que la décision de ne rien faire est une initiative de poids. Cependant, face à l'équilibre des risques, il serait raisonnable et prudent de commencer par s'en tenir aux stratégies actuelles, compte tenu du développement possible de nouvelles zones de risque politique hors du continent européen.

Nous réaffirmons notre soutien immuable aux investisseurs disciplinés axés sur le long terme, sachant qu'ils pourraient subir une légère contraction des obligations et une hausse modérée des actions. Pour les investisseurs davantage axés sur le court terme, la volatilité accrue pourrait engendrer des corrections, ce qui leur donnera l'occasion de renforcer le risque au sein de leurs portefeuilles et de rogner sur leurs actifs obligataires. ■

## Canada : quelques signes de décélération

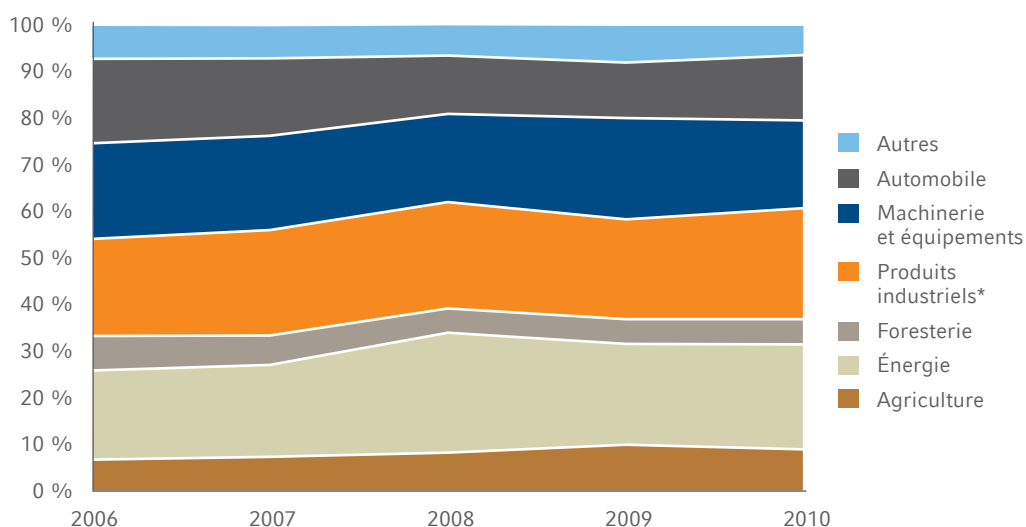
**Certains vecteurs de croissance économique (les marchandises et l'immobilier) devraient accuser le coup en 2012; néanmoins, l'économie canadienne poursuivra son expansion, grâce au soutien des banques et à l'investissement des entreprises.**

Le Canada a tiré parti de quatre phénomènes de fond depuis le creux de la récession : le rebond du cours des marchandises, la résistance du secteur bancaire, lequel a alimenté la vigueur du marché immobilier, qui, à son tour, a entraîné une insatiable consommation des ménages. Alors que la solidité du secteur bancaire se confirmera, il nous semble que les autres phénomènes s'estomperont en 2012.

- › Les ressources naturelles (énergie, agriculture, foresterie et matériaux) représentent environ 60 % des exportations canadiennes. Les secteurs de l'énergie et des produits industriels prennent une importance croissante, comme le démontre le graphique ci-dessous, intitulé Répartition des exportations canadiennes. Les cours des marchandises, du pétrole et des métaux précieux ayant, quant à eux, plus que doublé depuis les creux de la récession, nous ne sommes pas convaincus qu'ils demeureront un vecteur essentiel de croissance économique en 2012. Nous pensons que la croissance de la demande suivra plutôt le rythme général de la croissance mondiale, lequel devrait rester modeste, en raison du manque de perspectives encourageantes dans les pays développés.
- › L'explosion du marché des logements et des copropriétés observée dans les principales agglomérations canadiennes a favorisé les investissements immobiliers. Au cours des quatre derniers trimestres, ceux-ci ont progressé en moyenne de 12 % sur douze mois, soit un rythme nettement supérieur à la moyenne à long terme, établie à 2,5 %. Ces niveaux ne pouvant se poursuivre éternellement, la contribution du marché immobilier devrait s'avérer plus discrète en 2012.<sup>1</sup>
- › Dès l'instant où l'immobilier commence à ralentir, la consommation des ménages suivra. De plus, la faiblesse historique des taux d'intérêt représente une occasion de ne pas épargner au coût limité qui favorise l'immobilier et la consommation; or la tendance du consommateur moyen au Canada est maintenant à la modération. Les dépenses des ménages ont déjà commencé à ralentir en 2011, par rapport au rythme de 2010 et cette tendance devrait se poursuivre l'an prochain.

<sup>1</sup> Les Données concernant le marché immobilier résidentiel sont fournies par FactSet. Moyenne sur 12 mois calculée entre le 4<sup>e</sup> trimestre de 2010 et le 3<sup>e</sup> trimestre de 2011 (4 trimestres), moyenne à long terme calculée entre le 4<sup>e</sup> trimestre de 1991 et le 3<sup>e</sup> trimestre de 2011.

### Répartition des exportations canadiennes



\*Dont métaux, matériaux et engrais

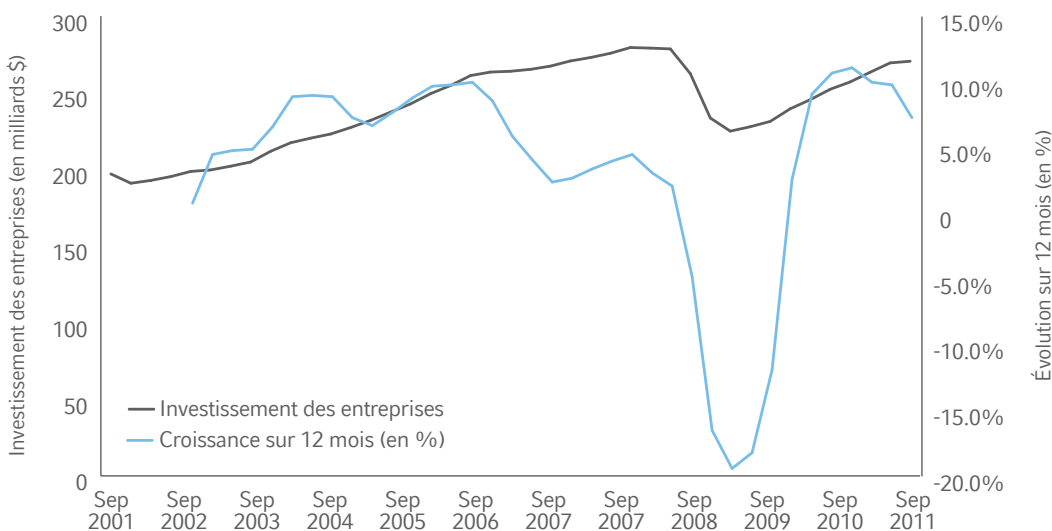
Source : Statistique Canada

Le marché immobilier, la consommation des ménages et l'augmentation du cours de marchandises étant en proie à un ralentissement, les entreprises devront prendre la relève. Le dollar canadien demeure à parité (ce qui nous semble être dans la fourchette « juste » comprise entre 0,95 et 1,05) et pourrait procurer une bouffée d'oxygène de nature à inciter les entreprises à investir en biens, usines et équipements. Le graphique ci-dessous souligne que leurs investissements bruts ont remonté de façon significative depuis la récession, une tendance qui a besoin d'être soutenue et qui contribuerait à améliorer la productivité du Canada, distancé par les États-Unis à ce chapitre.

Nous observons clairement des perspectives de ralentissement au Canada; néanmoins ralentissement ne signifie pas récession. La croissance totale de l'économie canadienne devrait atteindre 2,2 % à 2,5 % sur douze mois au cours de l'année 2012. En l'absence de craintes sérieuses de récession, la prochaine inflexion de politique de la Banque du Canada (qui ne devrait pas se produire avant le milieu de l'année 2012) penchera probablement en faveur d'une hausse des taux. Une possibilité de baisse n'est pas non plus totalement exclue, mais il faudrait que la BDC entrevoie un risque élevé de récession de son économie nationale avant de l'envisager. Le poids de la dette sur les épaules des ménages canadiens s'alourdissant à mesure que la vraisemblance d'un réel ralentissement du marché immobilier se confirme, la BDC serait dans ce cas confrontée à une forte pression pour relancer l'immobilier et la consommation et donc à baisser les taux, à moins qu'elle ait absolument garanti le contraire.

Bien que notre scénario principal privilégie une croissance modérée, la possibilité de retenir une hypothèse de récession se justifie par les difficultés de l'Europe (pour plus de renseignements à ce sujet, veuillez lire les paragraphes qui lui sont consacrés). Le Canada demeure néanmoins dans une position différente des autres pays développés et dispose de deux atouts pour contrer un risque de récession, l'un comme l'autre appartenant au registre fiscal et monétaire. Premièrement, la dette nette du Canada avoisine 35 %, soit le plus faible ratio des pays du G72. Cela confère au gouvernement une marge de manoeuvre assez confortable pour initier une seconde vague de mesures de relance, comparable à celle de près de 50 milliards \$ (soit 3,5 % du PIB) qui avait été décidée pour contrer les effets de la récession de 2008-2009. Bien qu'un budget équilibré soit aujourd'hui prioritaire, si l'économie le permet, un plan de relance de même envergure serait envisageable. Deuxièmement, d'un point de vue monétaire, la BDC a la souplesse de baisser son taux cible, aujourd'hui à 1 %, jusqu'au seuil de 0,25 % établi par la politique des taux d'intérêts nuls (« ZIRP » en anglais). Cette mesure, accompagnée d'une relance budgétaire, offrirait une résistance à double effet aux turbulences provoquées par une récession dans la zone euro.

### Investissement des entreprises canadiennes



<sup>2</sup>Source : FMI

<sup>3</sup>Au 6 décembre 2011

Source : FactSet

---

À l'évocation de tous ces sujets de préoccupation, il ne nous semble pas que la hausse des prix représente une menace importante, le taux d'inflation sous-jacent devant osciller dans la « zone de confort » de la banque du Canada, soit entre 1 et 3 %. Dans ce contexte, les taux devraient demeurer bas. Néanmoins, le rendement des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada évoluant dans les 2,10 % 3, nous nous attendons à une légère reprise des taux, dans cette portion de la courbe. Une augmentation de 50 à 80 points de base du taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans semble raisonnable, dans un contexte où l'Europe parvient à apaiser les craintes des investisseurs. Une hausse des taux pèserait sur les obligations d'État et permettrait aux obligations de sociétés de surperformer. En ce qui concerne les actions, les incertitudes politiques en Europe conditionnent le maintien d'une volatilité élevée l'an prochain. Néanmoins, malgré une croissance économique modeste, nous devrions constater des rendements positifs au niveau des actions canadiennes en 2012, l'indice composé S&P/TSX devant atteindre la marque de 12 700 d'ici la fin de l'année, voire même la dépasser si les responsables politiques européens parviennent à adopter un plan jugé crédible par les marchés. Inutile de dire qu'une inertie des décisions européenne représenterait la principale entrave à l'atteinte de cet objectif. ■

---

# Pas de pause en 2011 pour l'économie américaine, qui devrait rebondir en 2012

---

**Malgré la perspective d'une récession en Europe, le PIB réel américain progressera selon nous de 2,5 % en glissement annuel. Le rendement du bon du Trésor à 10 ans finira l'année entre 2,5 et 2,75 %.**

---

Avec un produit intérieur brut (PIB) américain en croissance anémique (+1,7 % sur douze mois), l'année 2011 marquera les esprits pour sa conjoncture économique largement défavorable, portant encore les stigmates de la Grande récession de 2007-2009. Selon nous, la croissance économique devrait s'améliorer quelque peu en 2012.

## En ce qui concerne les aspects positifs, la plupart des revers subis en 2011 ne se répèteront pas forcément en 2012 :

1. Les anticipations d'inflation semblent aujourd'hui plus fermement ancrées à 2 % environ que début 2011. La spéculation avait alors provoqué la flambée des prix des matières premières et une accélération temporaire de l'inflation qui retombe aujourd'hui hors de la fourchette à 12 mois.
2. Nous pouvons considérer sans risque que le séisme japonais et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement qui en ont découlé ne se reproduiront pas en 2012.
3. Après avoir été exclue des lignes de production mondiales du fait de la guerre civile, la Libye ne peut qu'accroître ses exportations de pétrole en 2012.
4. Le plafond de la dette, qui a engendré la débâcle d'août 2011, ne sera pas remis sur la table avant 2013.
5. Nous pouvons seulement espérer que la résolution de la crise de la dette européenne et la consolidation durable du budget américain se fassent de manière transparente.

Malheureusement, l'incertitude politique est le principal facteur qui a empêché d'enregistrer un bon millésime 2011 et il y a fort à parier que la situation se maintienne en 2012. En effet, les responsables politiques n'ont jamais manqué une occasion de semer l'incertitude en 2011, attisant sans cesse les anticipations de mesures définitives, puis trompant continuellement les attentes. Citons par exemple la débâcle d'août 2011 sur le plafond de la dette, ou encore le « super comité » du budget créé par le Congrès américain et qui n'a jamais fait ses preuves. Surtout, les propositions de véritable résolution politique des Européens en novembre 2011 ne sont clairement pas parvenues à contenir les rendements obligataires italiens pour garantir la solvabilité du pays.

Toutefois, tant que la zone euro ne subit pas un effondrement financier total et qu'elle subit seulement une légère récession, les prévisions de croissance économique américaine sont plus encourageantes pour 2012. Pour doper la croissance américaine et neutraliser la diffusion des effets de la faiblesse économique et financière de l'Europe aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine pourrait décider d'une nouvelle vague d'assouplissement quantitatif (QE) en 2012.

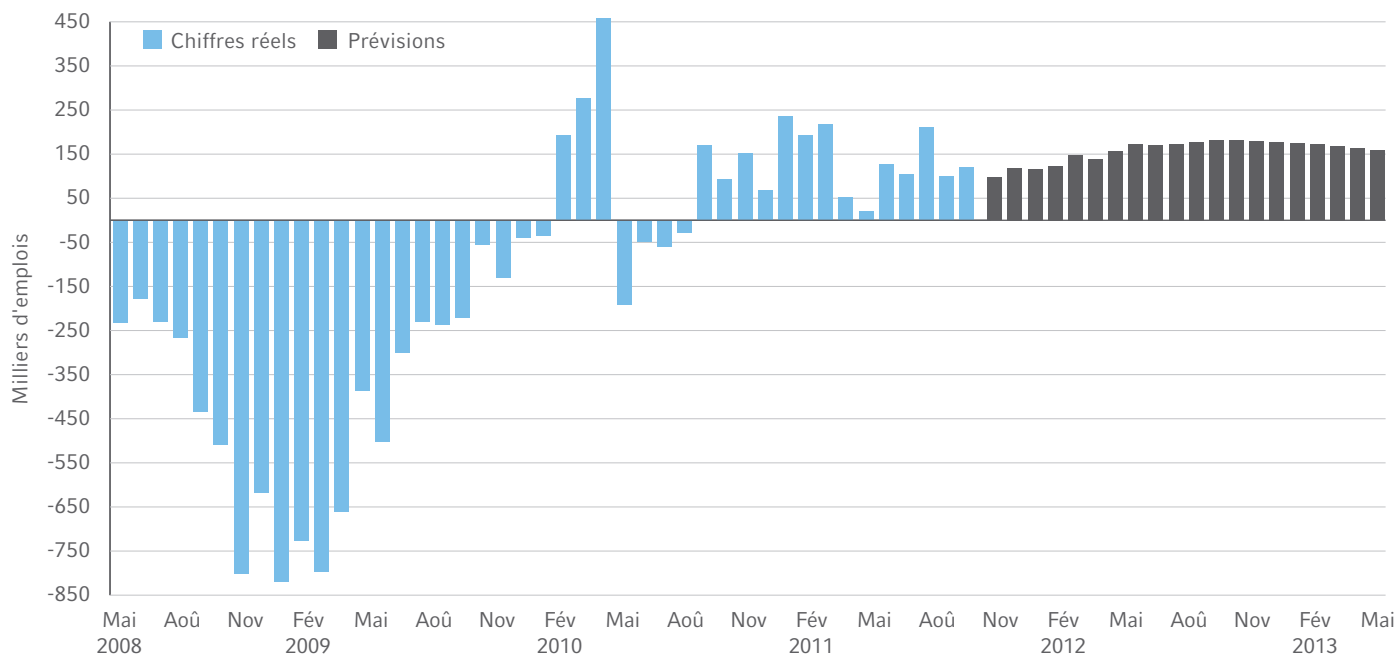
## Les détails de nos perspectives économiques des États-Unis en 2012 sont les suivants :

- › Croissance du PIB réel de 2,5 % en glissement annuel. D'après nos prévisions basées sur la tendance centrale, l'Europe ne succombera pas à un effondrement financier généralisé.
- › Selon nous, l'Europe sera en récession fin 2011 et en 2012, mais les États-Unis résisteront. Ce scénario est à l'opposé de la situation de 1990 et 2001, lorsque les États-Unis sont entrés en récession et que l'Europe était parvenue à y échapper. Cependant, l'économie américaine ne serait pas en mesure d'éviter un effondrement financier européen comme ils l'avaient fait lors de la crise est-asiatique de 1997-98. Les liens financiers et économiques entre les États-Unis et l'Europe sont trop étroits pour permettre aux premiers de ne pas être affectés par un effondrement de cette dernière.

---

Selon nous, la croissance économique devrait s'améliorer quelque peu en 2012.

## Prévisions d'évolution de l'emploi hors agriculture



- › Les créations d'emploi hors agriculture devraient atteindre 180 000 à 190 000 par mois à la mi-2012. Malgré cette amélioration, le taux de chômage devrait ralentir très lentement au cours de l'année, compte tenu de l'écart très limité entre les créations d'emplois de l'année et le rythme tendanciel d'augmentation de la population active (près de 150 000 personnes par mois).
- › Selon Russell, le rendement du bon du Trésor américain de référence à 10 ans franchira progressivement le seuil des 2,5 % d'ici le troisième trimestre 2012, et il terminera l'année entre 2,5 et 2,75 %. Si ce scénario se confirme, l'économie américaine s'affranchira dès 2012 des anticipations de stagnation à la japonaise. Les taux d'intérêt à long terme peuvent être trop bas pour le bien-être d'une économie, car ils reflètent des anticipations de croissance amorphe, de faible taux de rendement et d'inflation réduite. L'un des principaux objectifs de la Fed par le biais de ses deux mesures d'assouplissement quantitatif et de son « opération Twist » (la nouvelle mesure de relance qui prendra fin en juin 2012) est d'inverser les anticipations de stagnation économique qui se traduisent par de faibles rendements obligataires à long terme.
- › Selon nous, l'indice d'ensemble des prix à la consommation (IPC) progressera au taux moyen de 2,4 % en 2012. Une croissance économique mondiale correcte (hors zone euro) soutiendra les prix énergétiques, qui contribueront alors à maintenir l'IPC d'ensemble à un niveau supérieur à celui de l'inflation sous-jacente, lui-même appelé à rester proche de son objectif de 2 %. Les prix de l'énergie ne devraient pas enregistrer de nouvelle hausse spéculative d'une ampleur comparable à celle constatée au premier semestre 2011.
- › Actions : d'après Russell, l'objectif de juste valeur des actions américaines s'établira à 1 300 pour l'indice S&P 500 et à 720 pour le Russell 1000® d'ici la fin 2012. Cela représente une hausse d'environ 10 % par rapport au niveau du marché américain fin novembre 2011.

Au 30 novembre 2011. Les prévisions d'emplois hors agriculture sont publiées chaque mois sur [www.russell.com/Helping-Advisors](http://www.russell.com/Helping-Advisors). Les créations d'emploi devraient atteindre en moyenne 155 000 emplois par mois en 2012, avec une stabilisation à près de 190 000 emplois par mois.

Source : FactSet, données économiques de la Federal Reserve Bank (FRED), calculs Russell

## Indice du cycle économique



**Note explicative du graphique :** l'indice du cycle économique américain est publié chaque mois sur [www.russell.com/Helping-Advisors](http://www.russell.com/Helping-Advisors). Il reflète nos prévisions (basées sur la tendance centrale) d'une croissance économique modérée. Il est supérieur à zéro durant les phases d'expansion économique, inférieur à zéro en phase de récession et plus il s'éloigne de ce chiffre de référence, plus l'expansion ou la récession est forte. Le pic prévu ces prochains mois de l'indice du cycle économique devrait être inférieur de 1,5 aux écarts-type supérieurs à zéro, ce qui constitue un rebond particulièrement faible après une récession si sévère. Il en ressort que l'économie fait face à trop d'obstacles financiers, en grande partie dus à la crise de la dette européenne, pour enregistrer un redémarrage solide. Cela étant dit, nous doutons que les États-Unis tombent en récession en 2012. Nous tablons également sur un indice du cycle économique analogue pour la zone euro. Celle-ci sera en revanche en récession en 2012. Ce scénario est à l'opposé de 1990 et 2001 (voir graphique page suivante), lorsque l'économie américaine s'est retrouvée en récession et que la zone euro y a échappé. ■

Données au 30 novembre 2011  
Les prévisions représentent des anticipations de l'évolution des prix du marché et des volumes d'opérations, basées sur différentes statistiques analytiques. Il ne s'agit pas d'une projection sur l'évolution du marché boursier ou d'un investissement spécifique.

Les prévisions hors échantillon ont été calculées en simulant le modèle de séries chronologiques dans l'avenir. La valeur affichée est la médiane de la valeur simulée pour le mois.

Source : FactSet, données économiques de la Federal Reserve Bank (FRED), calculs Russell.

Formuler des prévisions consiste à déterminer l'évolution des cours et/ou volumes boursiers.

# La zone euro et la monnaie unique : impossible de vivre avec, impossible de vivre sans

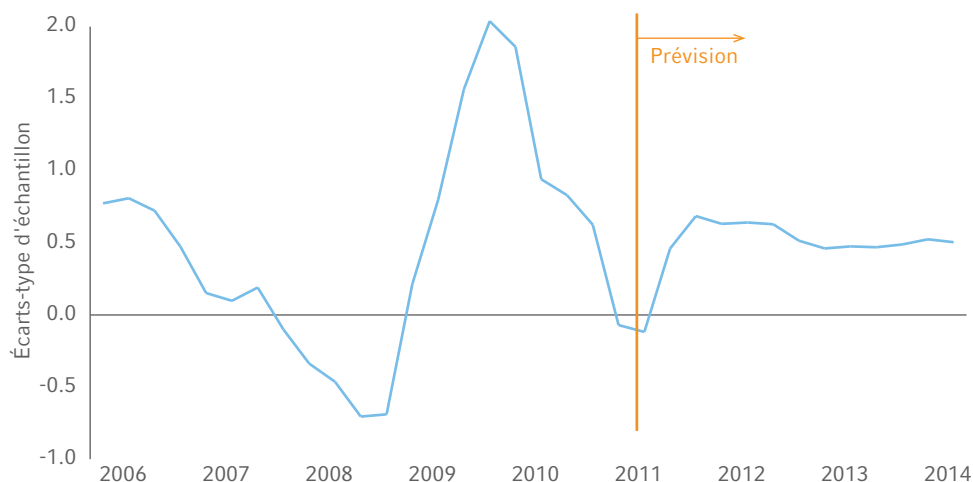
**D'une manière ou d'une autre, la Banque centrale européenne (BCE) devra puiser dans ses réserves pour démêler l'eurocrise. Mais la situation devra peut-être s'envenimer davantage avant de s'améliorer.**

Alors que 2011 touche à sa fin et que l'on espère franchir le tournant de l'année sans catastrophe digne de Lehman Brothers en Europe, il n'est pas rare d'entendre les dirigeants européens dire que le continent n'avait pas vécu un moment aussi crucial depuis la Seconde guerre mondiale. Il ne s'agit malheureusement pas d'une hyperbole. Le sort de la monnaie unique, et probablement de l'Union européenne, ne tient qu'à un fil. Il est difficile de formuler des prévisions concernant une situation qui pourrait être résolue (que ce soit avec bonheur ou horreur) à tout moment ou qui pourrait persister pendant assez longtemps.

Cela fait longtemps que nous parlons des trois piliers nécessaires pour démêler l'eurocrise. Le premier consiste en la création d'une autorité budgétaire centrale ayant nettement plus de pouvoirs financiers que le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Le deuxième tient compte du fait que certains emprunteurs sont insolvable en vertu des conditions en vigueur, et qu'une restructuration de la dette est nécessaire. Le troisième reconnaît que, pour rester au sein de la zone euro, les pays périphériques doivent réformer leurs économies pour assurer leur viabilité budgétaire et devenir compétitifs avec les principaux pays de la zone. Il s'agit là d'un enjeu à long terme pour la gouvernance économique du bloc.

Pour concrétiser ces piliers, la Banque centrale européenne (BCE) devra soutenir des entités illiquides mais par nature solvables, qu'il s'agisse de pays ou de banques. Voilà le problème crucial auquel les marchés financiers seront confrontés en 2012, et il faudra la résoudre assez rapidement. À elles seules, l'Espagne, la France et l'Italie doivent trouver 650 milliards d'euros de nouveaux financements en 2012, dont la majorité en début d'année. La société britannique d'analyse Dealogic estime qu'au 1er décembre 2011, les banques européennes avaient besoin de 144 milliards d'euros de financements à court terme supplémentaires en 2012. L'état de demi-mesures ne pourra pas durer longtemps l'année prochaine.

## Indice du cycle économique de la zone euro



Les marchés financiers seront confrontés à un problème crucial en 2012 : le soutien nécessaire par la BCE d'entités illiquides mais par nature solvables.

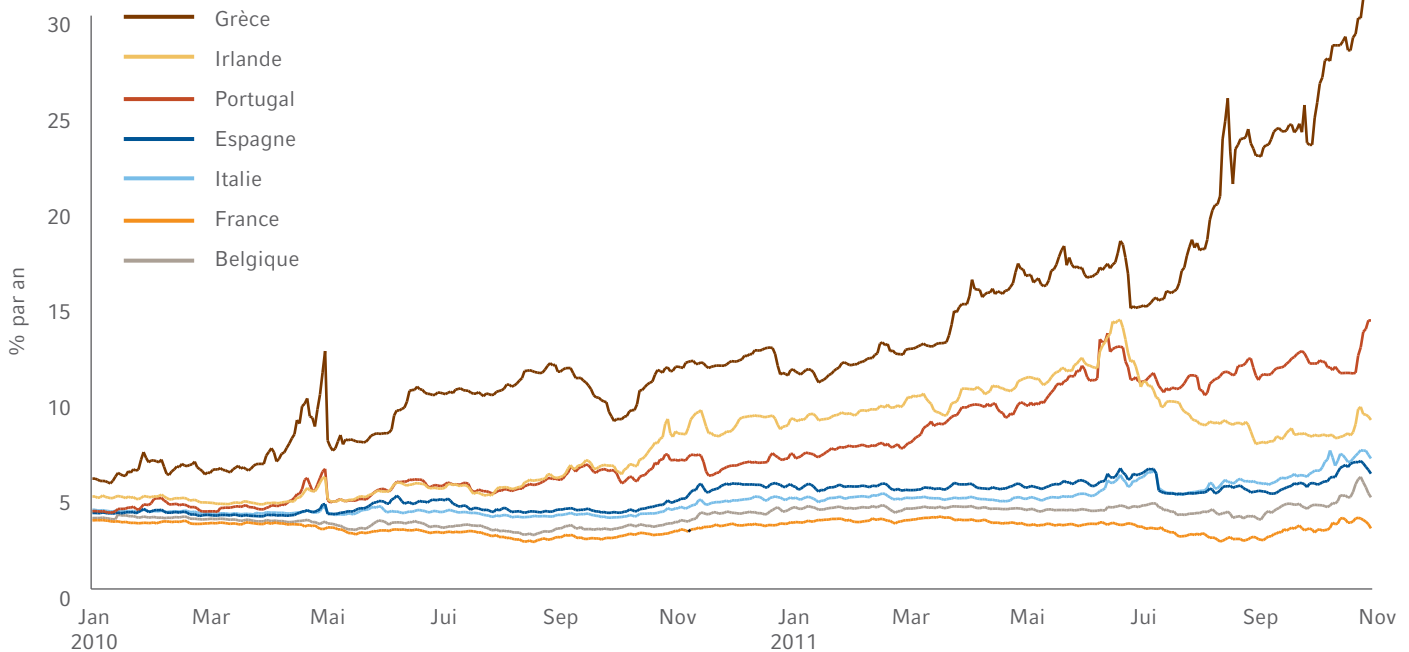
Au 15 octobre 2011.

Les prévisions représentent des anticipations de l'évolution des prix du marché et des volumes d'opérations, basées sur différentes statistiques analytiques. Il ne s'agit pas d'une projection sur l'évolution du marché boursier ou d'un investissement spécifique. Les prévisions hors échantillon ont été calculées en simulant le modèle de séries chronologiques dans l'avenir. La valeur affichée est la médiane de la valeur simulée pour le mois.

Celle-ci sera en revanche en récession en 2012. Ce scénario est à l'opposé de la situation de 1990 et 2001, lorsque les États-Unis sont entrés en récession et que l'Europe était parvenue à y échapper.

Source : FactSet, données économiques de la Federal Reserve Bank (FRED), calculs Russell.

## Rendements d'une sélection d'emprunts d'État à 10 ans



### Prévisions pour la zone euro :

- › Selon nous, la sortie d'un pays de la zone euro, qu'il s'agisse d'un repli unilatéral ou d'une expulsion par les autres, serait catastrophique et dévastatrice pour l'économie européenne et mondiale. Une telle décision coûterait bien plus en termes de production perdue et de destruction de richesse que le plus téméraire et ambitieux des programmes de sauvetage. Une analyse rationnelle semble donc indiquer que l'euro sera maintenu. Cependant, on ne peut écarter totalement le risque d'effondrement de l'union monétaire.
- › Il est possible que les responsables européens aient besoin de vivre une expérience de mort imminente pour commencer à mettre en œuvre les trois piliers susmentionnés. Mais la situation devra peut-être s'envenimer davantage avant de s'améliorer.
- › Ce qui précède s'applique également à l'approche de la BCE en matière d'injection de liquidités. Jusqu'à présent, la banque a racheté de la dette périphérique en petites quantités et résisté aux appels l'incitant à en acquérir davantage. Elle ressent la pression de l'Allemagne et des autres dirigeants politiques des grands pays de la zone qui ne souhaitent pas qu'elle agisse en qualité de prêteur en dernier ressort, et elle refuse de transiger sur sa crédibilité en renflouant des pays dépensiers. Il faudra que cela change, ce qui pourrait une fois de plus se faire à la dernière minute.
- › Croissance économique : il n'est pas évident d'avancer des prévisions de PIB pour un bloc économique multinational aux caractéristiques si hétérogènes. Bon nombre d'observateurs estiment que l'Europe est ou sera bientôt en récession. Dans les pays qui ont mis en œuvre des programmes d'austérité stricts, le terme « dépression » n'est pas exagéré. Assainis par une résolution, les principaux pays européens devraient au moins revenir à une croissance positive (bien que très faible) d'ici la fin de l'année.
- › Actions : tant qu'une solution viable et crédible à la crise ne sera pas élaborée, seul le positionnement le plus défensif possible sur les marchés actions européens sera valable. Lorsqu'une solution convaincante sera trouvée, le rebond de soulagement pourrait être formidable; comme les marchés actions européens ont, à juste titre, fait les frais de l'aversion au risque des investisseurs, les valorisations deviendraient alors attrayantes.

Données au 1er décembre 2011

Source : Bloomberg

- 
- › Obligations : tant que la situation déprimante actuelle persistera, les investisseurs devraient continuer de trouver refuge parmi les Bunds allemands et les obligations d'autres États européens à l'assise solide (y compris hors zone euro). Lorsque la région sortira de l'ornière, les écarts devraient se resserrer entre les États les mieux notés et ceux qui sont actuellement menacés. Les premiers devraient voir les cours reculer du fait d'une normalisation de l'attitude des investisseurs face au risque et parce que leurs propres risques auront probablement augmenté étant donné que le risque en zone euro est en quelque sorte partagé. Les seconds devraient se redresser à mesure que les risques de défaillance ou de sortie de la zone euro s'atténuent.
  - › Inflation et politique de la BCE : indubitablement, plus la crise dure, plus elle s'aggrave, et plus les forces déflationnistes qui se répandront en zone euro seront prononcées. La déflation des salaires et des prix des actifs a déjà commencé à la périphérie. Lorsque les principaux pays de l'Union européenne commenceront à enregistrer un repli des tensions inflationnistes, nous parierons sur la baisse des taux déjà bas de la BCE courant 2012. La BCE pourrait même s'engager dans des mesures d'assouplissement quantitatif si les perspectives de croissance de l'Europe se dégradent sensiblement. Pour le moment, elle rachète des emprunts d'État sur le marché secondaire et réalise une opération de « stérilisation », de sorte que la masse monétaire de l'Europe n'augmente pas. Si elle souhaite être plus dynamique, il n'est pas impossible que les anticipations d'assouplissement quantitatif soient relevées en zone euro. ■

## Asie : l'année du dragon maîtrisé

**La principale menace pour l'économie asiatique peut provenir de l'extérieur, sous la forme d'une récession européenne. Mais le potentiel de surperformance de la région est substantiel.**

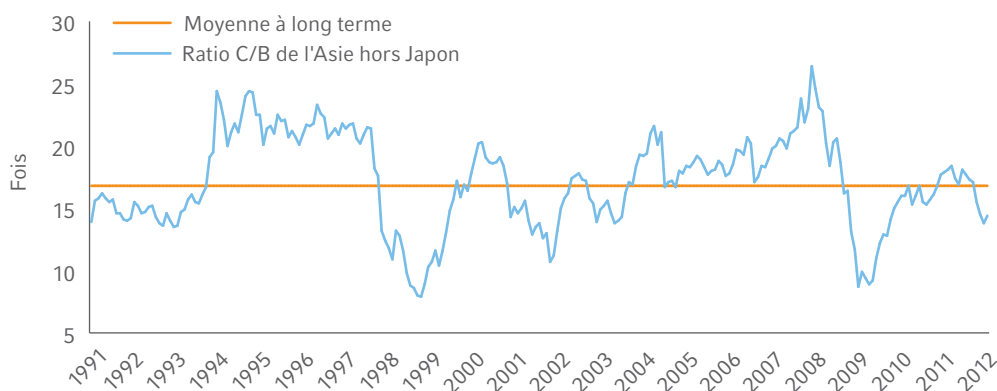
Après avoir subi les risques d'inflation et de surchauffe en 2011, l'Asie, hors Japon, devra faire face à des menaces extérieures en 2012. Le principal risque durant cette année sera un ralentissement marqué de la demande à l'export à mesure que l'Europe glisse en récession. Ce phénomène pourrait être exacerbé par un durcissement des conditions de crédit à mesure que les banques européennes restreignent leurs prêts pour maintenir leurs ratios de fonds propres. L'importance du financement du commerce a été démontrée de manière spectaculaire en 2009, lorsque la crise mondiale du crédit a amplifié le ralentissement des exportations asiatiques.

La bonne nouvelle, c'est que l'inflation semble avoir franchi un point haut dans la région. La Chine dispose pour sa part d'une marge suffisante pour assouplir considérablement sa politique monétaire. Les valorisations boursières sont attractives dans toute la région, avec des ratios cours/bénéfices inférieurs aux moyennes à 10 ans et un ratio cours/valeur comptable de 1,6 fois pour la région. L'Asie hors Japon pourrait rester tributaire des événements en Europe durant la première partie de l'année, mais son potentiel de surperformance sera important à partir du moment où la crise européenne sera résolue et qu'une récession mondiale sera évitée.

### Faits marquants :

- › La Chine ralentit et les prévisions de croissance économique (PIB) du consensus risquent d'être révisées à la baisse à 8,5 % en 2012. L'activité de développement immobilier perd de la vitesse, car le durcissement de la politique monétaire freine la demande immobilière et engendre des difficultés financières pour les promoteurs.
- › Le recul du secteur privé de la construction sera compensé en partie par le programme de logement social du gouvernement qui prévoit bâtir 35 millions de logements abordables d'ici 2015.
- › La banque centrale chinoise vient de commencer à assouplir sa politique monétaire et pourrait continuer début 2012. Cela limitera sans doute l'appréciation du renminbi (RMB) durant les 12 prochains mois. Si les exportations reculent beaucoup, la banque centrale risque de faire chuter le RMB.
- › Les cours par rapport aux bénéfices réels ou prévisionnels en Chine sont désormais inférieurs à un ratio de 10 fois, contre plus de 20 fois en 2007.

### Ratio C/B de l'Asie hors Japon



La région pourrait solidement surperformer à partir du moment où la crise européenne sera résolue et qu'une récession mondiale aura été évitée.

Données au 1er novembre 2011 basées sur le ratio C/B moyen à 5 ans corrigé de l'inflation.

Les indices ne sont pas gérés et il est impossible d'y investir directement. Les performances fournies correspondent à une période passée, elles ne garantissent aucunement les performances futures et ne sont révélatrices d'aucun investissement spécifique.

Source : FactSet, indice MSCI Asie (tous les pays) sauf Japon, calculs Russell

Chaque année, nous nous demandons si le Japon est véritablement bon marché ou s'il s'agit d'un piège de valorisation. Et chaque année, nous répondons que oui, c'est un marché sous-évalué qui pourrait être sur le point de surperformer, mais que nous ne sommes pas convaincus par la capacité de son économie à générer une croissance viable. Notre opinion reste globalement identique pour 2012, mais nous précisons que le Japon semble encore meilleur marché aujourd'hui et que la reconstruction après la catastrophe de mars 2011 alimentera quelque peu la croissance et redonnera confiance aux opérateurs.

### Nos prévisions concernant le Japon :

- › Le processus de reconstruction après la catastrophe de mars 2011 dopera sensiblement l'activité économique. Le Japon pourrait être la seule grande économie à enregistrer une croissance supérieure au rythme tendanciel en 2012.
- › Le ratio cours/valeur comptable du marché japonais était inférieur à 1 au mois de novembre 2011, et une grande partie des entreprises nippones disposent d'une trésorerie abondante. Cela engendre un potentiel d'opérations sur titres sous forme de rachats d'actions et de fusions et acquisitions.
- › Le ratio cours/bénéfices basé sur les résultats moyens des dix dernières années est à son plus bas niveau depuis l'éclatement de la bulle boursière à la fin des années 1980.
- › La vigueur du yen est un problème substantiel pour l'économie japonaise. À ce jour, les tentatives d'intervention sur les marchés des changes ne sont pas parvenues à inverser la tendance, et le yen reste considéré comme une monnaie refuge. Sa vigueur renforce d'ailleurs le biais déflationniste de l'économie. ■

### Ratio cours/bénéfice du Japon



Données au 1er novembre 2011 basées sur le ratio C/B moyen à 10 ans corrigé de l'inflation.

Source : FactSet, calculs Russell, indice MSCI Japon

### Ratio cours/valeur comptable du marché japonais des actions



Données au 1er novembre 2011

Source : FactSet, indice MSCI Japon

# Marchés émergents : orientés à l'international, robustes à l'échelle locale

**Le risque (et la réalité potentielle) d'une récession européenne pourrait peser temporairement sur les marchés émergents, mais grâce à leurs fondamentaux solides, ceux-ci devraient bénéficier d'un regain de tolérance au risque.**

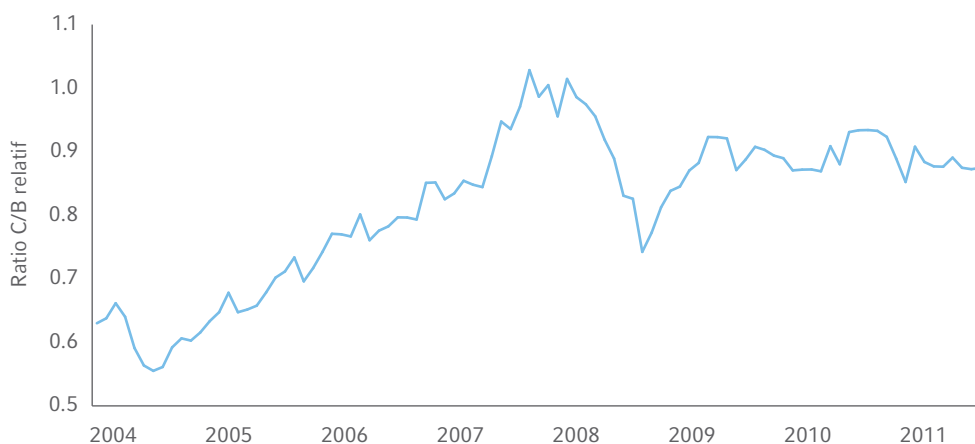
Début 2011, nous affichions notre prudence par rapport aux pays émergents. L'inflation préoccupait largement leurs dirigeants. Leurs marchés actions, dont le ratio cours/bénéfices présentait une décote substantielle par rapport à celui des marchés développés au milieu des années 2000, étaient proches de la parité à la fin 2010. Le besoin de juguler l'inflation, conjugué à des valorisations boursières moins attrayantes, semblait indiquer que les marchés émergents pourraient inscrire des rendements inférieurs à ceux du reste du monde.

En effet, début 2011, alors que les marchés internationaux du risque étaient généralement bien orientés, les cours des actions des marchés émergents ont été à la traîne par rapport à ceux du monde développé. Ils sont restés volatils au second semestre, car, effrayés par l'eurocrise, les investisseurs battaient en retraite et fuyaient le risque. Nous ne nions pas qu'à long terme, les économies émergentes pourraient mieux se comporter que leurs homologues développées, ce qui profiterait à leurs marchés d'actions. Ceux-ci affichent déjà des multiples à terme quasi identiques à ceux du monde développé et devraient finir par les dépasser. À court terme, les questions sont les suivantes : comment la Chine (le poids lourd de la classe d'actifs émergente) se comportera-t-elle en 2012, et quel est l'impact de l'économie mondiale sur les pays en développement?

Notre réponse à la première question est relativement optimiste. Bien que nous soyons conscients de l'accumulation des déséquilibres structurels en Chine, nous pensons qu'en 2012, les forces cycliques empêcheront probablement un ajustement fort et brutal (et douloureux). En ce qui concerne la dépendance des marchés émergents à l'actualité mondiale, nous pensons que tant que l'euro-pagaille persistera, les obstacles à la croissance et le sentiment des investisseurs pèseront sur la catégorie d'actifs. Lorsque ce nuage se dissipera, les titres des marchés émergents (qui sont toujours assortis d'un bêta élevé par rapport au reste du monde compte tenu des primes de risque supérieures dont ils sont assortis) devraient pleinement rebondir de soulagement et renouer avec des rendements normaux.

Bien que les valorisations dans les marchés émergents soient moins attrayantes que dans les autres régions du monde, leurs fondamentaux solides leur permettront de bénéficier d'un regain d'appétit pour le risque.

## Ratio cours/bénéfices des marchés émergents par rapport au reste du monde



Données au 20 septembre 2011

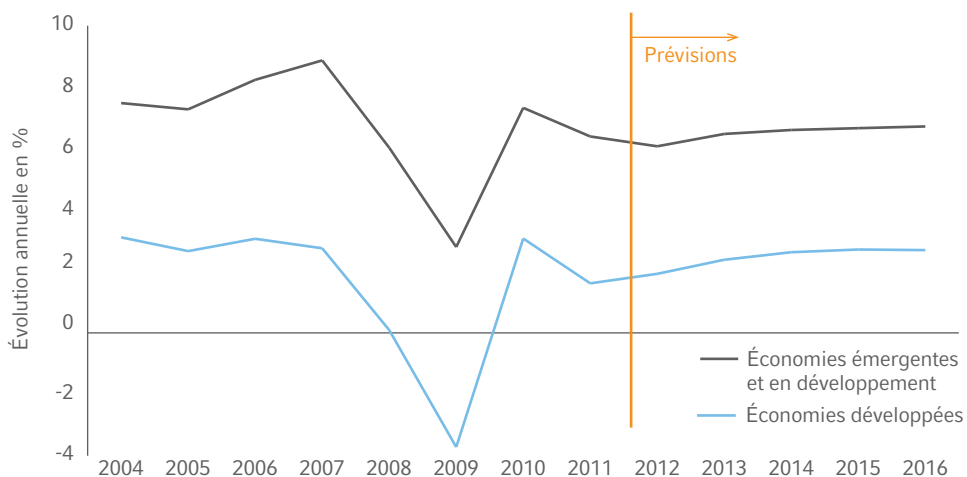
Source : FactSet, indice MSCI marchés émergents

## Nos prévisions concernant les marchés émergents :

- › D'après le consensus économique mondial, la poursuite de la crise européenne sapera la vigueur de la catégorie d'actifs des marchés émergents. Nous partageons cet avis puisque selon nous, le durcissement des conditions mondiales de crédit, ses répercussions sur la croissance et la liquidité, ainsi que la persistance de l'aversion au risque sont tous des facteurs qui pèseront sur les marchés émergents.
- › Nous ne croyons pas en l'éclatement de l'euro. Dès que les dirigeants européens et la Banque centrale européenne (BCE) parviendront à rassurer les marchés à ce sujet, le rebond de soulagement devrait tirer toutes les catégories d'actifs vers le haut, et notamment celles des marchés émergents. La situation devrait peut-être s'envenimer davantage avant de s'améliorer et les marchés émergents pourraient être mis en difficulté durant cette première phase négative.
- › Bien que les valorisations des titres des marchés émergents soient moins attrayantes que dans les autres régions du monde, leurs fondamentaux solides leur permettront de bénéficier d'un regain d'appétit pour le risque (pourvu que le scénario catastrophe de l'Europe ne se produise pas). En partant du principe que l'année se termine sur une dynamique positive pour les perspectives mondiales, les marchés émergents en profiteront et devraient progresser en conséquence.
- › Après avoir pâti de la récente fuite vers la qualité, les marchés obligataires émergents deviendront une catégorie d'actifs attrayante (aussi bien fondamentalement qu'en termes de valorisations) et pourraient remettre en question le statut de titres sans risque des emprunts d'États occidentaux.
- › Les banques centrales se joindront à l'assouplissement monétaire mis en œuvre à l'échelle mondiale, ce qui pourrait contribuer à un redressement solide après résolution de l'euro-pagaille. La plupart des pays en développement ont quasiment gagné leur bataille contre l'inflation et disposent d'une marge de manœuvre supérieure à celle des pays développés pour assouplir leur politique monétaire.
- › La vigueur restera un trait dominant des devises émergentes (et la Chine pourrait aller jusqu'à miser sur une dépréciation du RMB en cas d'exportations décevantes), mais leur appréciation sera freinée par la baisse des taux d'intérêt et la hausse des rendements en occident (un effet secondaire de la normalisation), lesquelles ne seront pas vues d'un mauvais œil par les dirigeants de ces pays.

À l'évidence, les perspectives des marchés émergents font grand bruit. Rappelons aux investisseurs que de manière générale, les économies émergentes bénéficient d'une démographie positive, qu'ils affichent une assise financière solide dans le secteur privé et public et qu'ils dépendent de moins en moins d'un modèle de croissance tirée par les exportations. Leur situation contraste avec les principales économies développées, qui sont confrontées à une période prolongée de croissance en berne, sur fond de désendettement, d'assainissement financier et de contraintes budgétaires. ■

## Croissance du produit intérieur brut (PIB) des économies développées et en développement



Données à fin octobre 2011.

Source : FactSet, Fonds monétaire international (FMI) pour les classifications géographiques

---

# Assouplissement quantitatif : définition et perspectives pour 2012

---

## En 2011, trois banques centrales ont initié des programmes d'assouplissement quantitatif et d'autres pourraient s'engager dans la même voie en 2012.

---

Sur les quatre grandes banques centrales, trois ont lancé des programmes d'assouplissement quantitatif depuis la crise financière mondiale de 2008 : la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon. Seule la Banque centrale européenne a maintenu son taux directeur à un niveau largement supérieur à zéro pour continuer d'appliquer sa politique monétaire par le biais de décisions de taux plutôt que par des ajustements de bilan. L'assouplissement quantitatif devient pertinent lorsqu'une banque centrale a ramené son taux directeur à court terme à un niveau quasi nul. À ce moment-là, elle peut choisir d'injecter le minimum de réserves dans le système bancaire pour appliquer le taux d'intérêt à court terme proche de zéro, ou d'injecter un peu plus de capitaux. En soi, ce montant supplémentaire peut être un choix de politique monétaire de la banque centrale, qui s'appelle l'assouplissement quantitatif (QE en anglais, pour *Quantitative Easing*).

Sur des marchés financiers qui fonctionnent bien, les actifs que la banque centrale achète pour injecter les liquidités prévues dans le programme d'assouplissement quantitatif importent peu. À la fin des années 1990, l'illustre économiste monétaire Allan Meltzer prodiguait un conseil à la Banque du Japon : elle pouvait acheter n'importe quoi tant, que les anticipations d'inflation à long terme atteignent 2 %. Ce qu'il faut retenir, c'est que la banque centrale achète des actifs de valeur et portant intérêt au secteur privé, en échange de réserves bancaires à taux nul qu'elle crée gratuitement, comme par magie. Son objectif est de faire une promesse crédible pour continuer de réaliser cet échange avantageux jusqu'à ce que le marché privé finisse par donner son assentiment au niveau des anticipations d'inflation souhaité par la banque centrale.

En pratique cependant, l'assouplissement quantitatif est parfois utilisé sur les marchés financiers en période de grande difficulté, lorsque les investisseurs réticents à prendre des risques fuient certains actifs. Deux exemples survenus durant la récente crise financière aux États-Unis peuvent être cités : l'acquisition de papier commercial par la Réserve fédérale fin 2008 et début 2009 et les rachats par la Fed de titres adossés à des crédits immobiliers entre mars 2009 et mars 2010. Dans les deux cas, la banque centrale a acheté des actifs qui avaient du mal à trouver des investisseurs privés à ce moment-là. En 2012, il est tout à fait possible que la Banque centrale européenne mette en œuvre un programme d'assouplissement quantitatif pour procéder à des rachats ciblés d'obligations italiennes et espagnoles.

### Voici un récapitulatif de nos perspectives de programme d'assouplissement quantitatif parmi les quatre grandes banques centrales en 2012 :

- › Si le marché américain de l'emploi ne parvient pas à créer au moins 150 000 emplois par mois d'ici la fin du premier trimestre 2012 et si le rendement du bon du Trésor à 10 ans persiste en deçà de 2,25 %, alors la Réserve fédérale pourrait choisir de convertir « l'opération Twist » en un nouveau QE en renonçant à la vente d'actifs prévue dans l'opération en cours.
- › La Banque d'Angleterre terminera l'année avec un programme d'assouplissement quantitatif dans le but de se protéger de la récession subie par ses partenaires commerciaux en zone euro. Le procès-verbal de la réunion du comité de politique monétaire du mois de novembre 2011 indique que de nouvelles mesures pourraient être nécessaires en 2012.
- › Au Japon, le yen est proche d'un record : le 4 décembre 2011, il s'échangeait contre le dollar à un taux de 77,6. Dans un monde où les taux d'intérêt à court terme sont quasi nuls, nous pensons que le seul moyen pour la Banque du Japon de provoquer la dépréciation de sa monnaie est de mettre en œuvre un nouveau programme d'assouplissement quantitatif.

---

En 2012, il est tout à fait possible que la Banque centrale européenne mette en œuvre un programme d'assouplissement quantitatif pour procéder à des rachats ciblés d'obligations italiennes et espagnoles.

- 
- › Le taux directeur de la zone euro était encore de 1,25 % en novembre 2011, de sorte que la Banque centrale européenne devra l'abaisser davantage avant d'initier un programme d'assouplissement quantitatif. Entre la récession de la zone euro et les difficultés de certains pays membres, comme l'Espagne ou l'Italie rencontreront peut-être en plaçant leurs obligations aux mains d'investisseurs privés en 2012, ce programme pourrait être une mesure essentielle, plus qu'un choix de la part de la BCE ces prochains mois. ■

## Des points positifs?

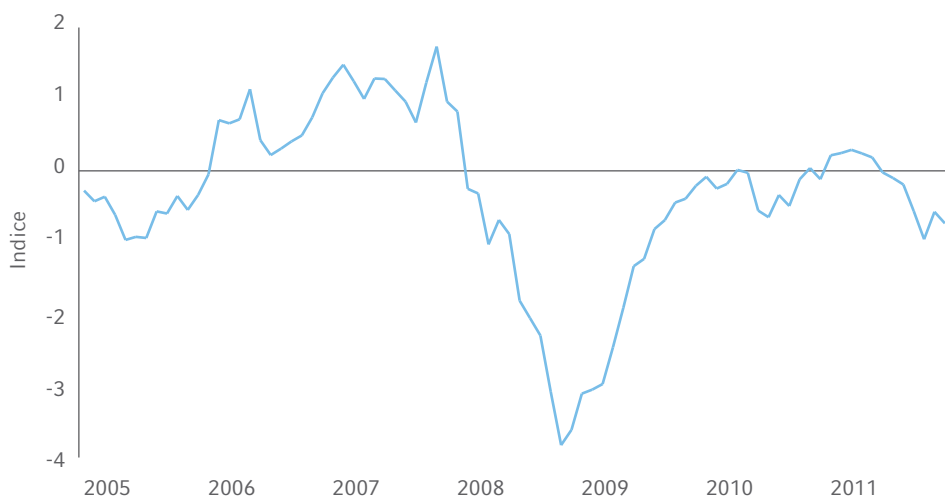
**La sinistrose, l'éclatement possible de la première union économique mondiale, un gouvernement américain dans l'impasse face à des problèmes budgétaires croissants, le ralentissement de l'économie chinoise, des rendements obligataires élevés, des marchés d'actions délaissés, des banques qui battent de l'aile. Voilà un cocktail pour le moins rebutant.**

Notre scénario central, qui part du principe que le pire sera évité en Europe, table sur une reprise modérée de l'économie mondiale et sur un marché des actions qui, bien que volatil, générera des rendements légèrement positifs. Nous ne sommes pas les seuls à voir les choses ainsi puisqu'un consensus émerge dans le monde. En effet, ce scénario, au pire médiocre, et potentiellement très défavorable repose sur des analyses mondiales sérieuses. Cela dit, lorsque les faits et leur interprétation semblent tous pencher du même côté de la balance, il est de bon ton d'examiner les possibilités opposées. En quoi pourrions-nous donc être agréablement surpris? Quasiment tout le monde table sur une conjoncture pour le moins morose au niveau des actifs risqués en 2012, mais la réalité pourrait-elle plutôt nous éblouir?

- › Toute considération sérieuse des aspects positifs doit forcément commencer par l'hypothèse d'une solution efficace et durable pour le cas européen. Le plus tôt sera le mieux, car si l'on attend trop longtemps, le résultat ne sera pas optimal. On peut dire que les problèmes de l'Europe (à savoir l'accès d'entités solvables mais illiquides à des fonds pour gagner du temps et trouver des solutions structurelles efficaces) ne sont pas si lointains, ce qui inciterait les investisseurs mondiaux à revenir aux fondamentaux économiques et des entreprises.
- › En deuxième position dans la liste figure une reprise économique américaine en 2012 (même si elle n'est pas spectaculaire). À l'approche des élections présidentielles, les deux partis américains pourraient craindre pour leurs chances électorales et accepter des compromis importants en matière de politique budgétaire, voire introduire un programme pour relancer l'emploi. D'après notre scénario central et à moins que l'Europe n'entre en convulsion, les États-Unis devraient générer près de 200 000 emplois supplémentaires par mois d'ici juin 2012. Si l'on raccourcit le délai et que l'on ajoute quelques centaines de milliers d'emplois à ce scénario, les ingrédients sont réunis

Notre scénario central part du principe que le pire sera évité en Europe, il table sur une reprise modérée de l'économie mondiale et sur un marché des actions qui, bien que volatil, générera des rendements légèrement positifs.

### Indicateur composite mondial de valorisation (ICV)



Données au 1er décembre 2011

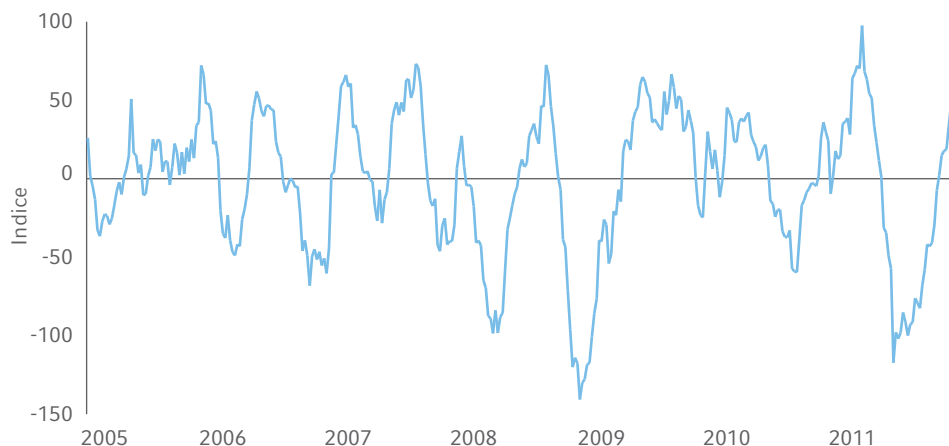
Source : Bloomberg

ICV : indice développé en interne qui mesure les valorisations des actions (au niveau de l'indice, par rapport à son propre historique). Plus le chiffre est élevé, plus la valorisation est chère, et vice versa.

pour que l'opinion des marchés s'améliore considérablement à l'égard de la première puissance économique mondiale. La politique monétaire et la possibilité que le marché immobilier atteigne un point bas seraient d'excellents facteurs de soutien.

- › Clairement en phase de ralentissement, la Chine pourrait réussir un atterrissage en douceur et parvenir à éviter un désendettement massif et une crise du crédit.
- › Avec le soutien des moteurs économiques chinois et américain, le scénario de l'Europe pourrait rapidement passer du ralenti au plein régime, car les principaux pays de la zone euro (qui exportent beaucoup) s'alimentent avec le carburant que représente la demande américaine et chinoise.
- › Un tel phénomène profiterait au quatrième moteur de la croissance mondiale, à savoir les marchés émergents. Les exportations de matières premières, la reprise des financements commerciaux et l'amélioration du sentiment des investisseurs pourraient y trouver des débouchés, ce qui générerait un cercle vertueux.
- › Si les valorisations des marchés boursiers sont mises à l'épreuve début 2012, alors leur potentiel de redressement sera considérable. Fin 2009, après avoir réalisé que l'apocalypse financière avait été évitée, les marchés actions internationaux avaient regagné quasiment 25 % de leur valeur (indice MSCI Monde (tous pays). Dans toutes les catégories d'actifs, les gestionnaires pourraient faire le plein de titres bon marché et attrayants.
- › Cela ne signifie pas qu'il faille s'inquiéter de l'envolée des rendements obligataires. Les banques centrales continueront de s'assurer contre la déflation et feront en sorte que le puissant redémarrage des quatre moteurs de la demande mondiale ne soit pas un simple soubresaut. Même si les tensions inflationnistes se sont accrues, elles pourraient être considérées avec soulagement car elles démontrent que la déflation a été évitée.
- › Cependant, on pourrait s'attendre à une certaine normalisation de la courbe, de sorte que les actions deviendraient attrayantes face aux obligations d'État, les titres à revenu fixe et autres actifs tributaires des données fondamentales des sociétés reprenant quant à eux une certaine vigueur. En conséquence, le resserrement des écarts et les rendements initiaux attrayants contribueraient à générer du rendement. La définition de tendances sur les marchés des changes en 2012 est une mission délicate, car les États-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et le Japon ont tous besoin d'une devise affaiblie, tandis que la Chine, seul pays en mesure de supporter une appréciation, pourrait refuser de réévaluer sa monnaie. Début 2011, Russell qualifiait la quête de la devise la plus performante de « concours de la devise la moins mauvaise ». Peu de choses ont changé en 12 mois et la sélection des meilleures devises revient encore à identifier celles qui comptent le moins d'aspects négatifs. Les fondamentaux permettant de soutenir la plupart des devises sont devenus une denrée rare. ■

### Indice Citigroup des surprises économiques américaines



Données au 1er décembre 2011

Source : Bloomberg, indice Citigroup des surprises économiques américaines

Les opinions proposées dans ces Perspectives économiques peuvent faire l'objet de modifications à tout moment selon les conditions de marché ou autres, et sont à jour à la date précisée sur le document. Alors que l'ensemble des informations sont considérées comme fiables, nous ne pouvons garantir leur précision ni leur exhaustivité. Les informations, analyses et opinions présentées dans le présent document sont fournies à titre indicatif uniquement et ne visent pas à proposer des conseils ou recommandations spécifiques à des individus ou entités.

Nous vous rappelons que tous les investissements comportent certains niveaux de risque, y compris la perte potentielle du capital investi. Leurs performances ne sont généralement pas homogènes et peuvent même être négatives. Pour tout type de portefeuille, les tentatives destinées à réduire les risques et à doper les rendements peuvent parfois limiter involontairement les performances.

L'écart-type est une mesure statistique de la dispersion d'une valeur par rapport à une moyenne. Plus la dispersion est forte, plus le risque est important.

Les prévisions représentent des anticipations de l'évolution des prix du marché et des volumes d'opérations, basées sur différentes statistiques analytiques. Il ne s'agit pas d'une projection sur l'évolution du marché boursier ou d'un investissement spécifique.

Les conditions politiques/économiques et la législation d'un pays donné peuvent largement affecter les investissements sur des marchés mondiaux, internationaux ou émergents. Les investissements réalisés hors des États-Unis peuvent comporter un risque de change, d'instabilité politique et économique, et de différence des normes comptables et des régimes fiscaux. Ces titres peuvent être moins liquides et plus volatils. Les investissements sur les marchés émergents ou en développement impliquent une exposition à des structures économiques généralement moins diverses et non arrivées à maturité, ainsi qu'à des systèmes politiques moins stables que dans les pays développés.

Les investissements sur les marchés des changes comportent des risques, notamment de fluctuations de change, que ce soit pour la devise nationale ou étrangère, qui peuvent stimuler ou peser sur les performances associées aux investissements étrangers.

Les investissements réalisés hors des États-Unis peuvent comporter un risque de change, d'instabilité politique et économique, et de différence des normes comptables et des régimes fiscaux.

La diversification et l'allocation stratégique d'actifs ne garantissent pas de bénéfice et ne constituent pas une protection contre les pertes liées au repli des marchés.

**L'indice Russell 1000®** mesure la performance des grandes capitalisations de l'univers américain des actions. Ce sous-ensemble de l'indice Russell 3000® compte environ 1000 des principales valeurs déterminées par leur capitalisation boursière et leur appartenance à l'indice. Le Russell 1000 représente environ 92 % du marché américain.

**L'indice S&P 500** : cet indice avec dividendes réinvestis compte 500 valeurs représentant le marché américain des sociétés de grande capitalisation (échantillon représentatif des sociétés leaders de secteurs de premier plan).

**Source des données MSCI** : MSCI. Les informations MSCI peuvent être utilisées uniquement pour les besoins internes, elles ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous toute forme que ce soit, et ne peuvent être utilisées pour créer des instruments ou produits ou indices financiers.

Les informations MSCI sont fournies en l'état et les utilisateurs acceptent d'assumer l'ensemble des risques liés à leur utilisation. MSCI, ses filiales et tout autre individu participant ou impliqué dans le rassemblement, le calcul ou la création des informations MSCI (appelés ensemble les Parties MSCI) déclinent expressément toute responsabilité (y compris et sans limitation, toute garantie d'originalité, de précision, d'exhaustivité, d'actualité, de non infraction, de valeur commerciale et d'adéquation à un objet donné) concernant ces informations. Sans préjudice de ce qui précède, les Parties MSCI ne peuvent être aucunement tenues responsables en cas de dommages directs, indirects, spécifiques, fortuits, dissuasifs, consécutifs (y compris et sans limitation, un manque à gagner) ou autres.

**L'indice composite mondial de valorisation (ICV)** est un indice développé en interne qui mesure les valorisations des actions (au niveau de l'indice,

par rapport à son propre historique). Plus le chiffre est élevé, plus la valorisation est chère, et vice versa. Il tient compte des éléments suivants : cours/CA, cours/valeur comptable, cours/cash-flow, VE/EBE, ratio cours/bénéfices G-D (sur période passée), cours/dividende. Observations mensuelles d'un score Z glissant (60 mois) depuis janvier 1985.

**La prime de risque actions** est le surcroît de performance qu'une valeur ou un marché global offre par rapport à un taux sans risque. Elle rémunère les investisseurs qui prennent des risques relativement supérieurs en misant sur le marché actions. L'ampleur de la prime varie selon les variations du risque de la valeur ou du marché. Plus un investissement est risqué, plus la prime est élevée.

**Indices des surprises économiques américaines** : Les indices Citigroup des surprises économiques sont des mesures objectives et quantitatives de l'actualité économique. Ils sont définis comme des écarts-type historiques pondérés des surprises de données (publications réelles par rapport à l'enquête médiane de Bloomberg). Un chiffre positif semble indiquer que les résultats économiques dépassent globalement le consensus. Les indices sont calculés quotidiennement dans une fenêtre glissante de trois mois. Les pondérations des indicateurs économiques sont liées aux effets de change au comptant à haute fréquence des écarts-type surprises de 1. Les indices emploient également une fonction de déclin temporel pour reproduire la mémoire limitée des marchés.

**MSCI Japon** : l'indice MSCI Japon est un indice pondéré selon la capitalisation qui suit les performances de valeurs japonaises.

**MSCI Asie hors Japon** : l'indice MSCI Asie (tous les pays) sauf Japon est un indice à fluctuation libre pondéré en fonction de la capitalisation boursière conçu pour mesurer les performances des marchés actions d'Asie hors Japon. Il est constitué des 10 indices de marchés développés et émergents : la Chine, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, les Philippines, Singapour, Taïwan et la Thaïlande.

**MSCI ME** : l'indice MSCI marchés émergents est un indice à fluctuation libre pondéré en fonction de la capitalisation boursière conçu pour mesurer les performances des marchés émergents. Il est constitué des 21 indices de marchés émergents suivants : le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la République tchèque, l'Égypte, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Mexique, le Maroc, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la Russie, l'Afrique du Sud, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie.

Les marques commerciales, de service et droits exclusifs liés aux indices et autres documents de Russell appartiennent à leurs propriétaires respectifs. Le logo Russell est une marque commerciale et de service d'Investissements Russell.

Copyright © Investissements Russell 2011. Tous droits réservés. Ce document est un document exclusif qui ne peut être reproduit, transféré ou distribué sous quelque forme que ce soit sans l'accord préalable écrit d'Investissements Russell. Il est fourni en l'état sans aucune sorte de garantie.

Basée à Washington (États-Unis), Russell Investment Group possède des filiales dans le monde entier, notamment Investissements Russell, et est elle-même une filiale de The Northwestern Mutual Life Insurance Company.

Investir dans des fonds communs de placements peut donner lieu à des commissions, commissions de suivi, frais de gestion et autres dépenses. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placements ne sont pas garantis leur valeur change fréquemment et le rendement passé peut ne pas être reproduit.

Aucune partie du contenu de cette présentation ne constitue des conseils juridiques, fiscaux, sur les titres ou de placement. Il ne s'agit pas non plus d'une opinion concernant la pertinence d'un placement ni une sollicitation de quelque type que ce soit. L'information doit être utilisée telle quelle. Investissements Russell Canada Limitée ne fait aucune déclaration et n'offre aucune garantie à l'égard de cette information.

Investissements Russell et son logo, et LifePoints sont des marques de commerce ou des marques déposées de Frank Russell utilisées en vertu d'une licence par Investissements Russell Canada Limitée.

Droits d'auteur © Investissements Russell Canada Limitée 2010. Tous droits réservés.

Première publication : décembre 2011

CORP-7264