A close-up photograph of an owl's face peering out from a tree hollow. The owl has yellow eyes and intricate feather patterns. The background is the rough, textured bark of the tree. The overall image is used as a background for the report cover.

EXPECTED RETURNS

2019
2023

**LA PATIENCE,
NOTRE
MEILLEUR
ATOUT**

RÉSUMÉ

ROBECO
The Investment Engineers

Résumé

**La patience,
notre
meilleur
atout**

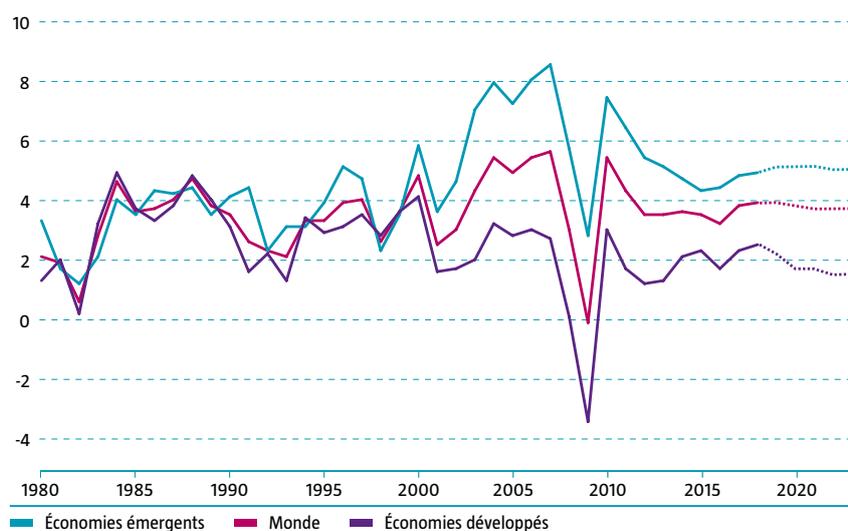
L'année dernière, nous avons intitulé nos Expected Returns « L'arrivée à l'âge de la maturité » car nous pensions que la période record d'expansion économique que nous vivions allait se poursuivre. Un an plus tard, de nombreux indicateurs n'ont quasiment pas changé et le cycle économique mondial connaît une phase de maturité prolongée, comme le montre la récente embellie cyclique. Mais dans la mesure où les banques centrales continuent de réduire leurs programmes d'assouplissement quantitatif au profit d'un resserrement monétaire, cette expansion va ralentir.

EXCLUSIVEMENT DESTINÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

Les valorisations étant élevées dans les principales classes d'actifs, une transition vers la phase suivante pourrait facilement produire un repli des marchés. Une récession à un moment ou à un autre semble inévitable. Que conseillez-vous aux investisseurs de faire ? Opter pour un portefeuille plus défensif est souvent la solution par défaut, mais dans le contexte économique actuel, le faire trop souvent et trop tôt est risqué. Les avantages d'une approche plus patiente semblent par conséquent un thème approprié pour ces perspectives à cinq ans. « La patience, notre meilleur atout » est donc notre adage de l'année et indique que nous croyons en d'autres opportunités futures pour récolter des primes de risque dans les principales classes d'actifs.

Même si l'économie mondiale n'est plus dans la configuration idéale du début d'année, elle se porte toujours relativement bien. Et si l'on a peut-être passé le pic d'expansion dans certaines économies majeures, la croissance mondiale devrait rester solide, sans toutefois être exceptionnelle.

Taux de croissance du PIB dans les économies émergentes, mondiales et avancées



Source: IMF, World Economic Outlook, Avril 2018

La hausse enregistrée aux États-Unis est la deuxième plus importante depuis la Seconde Guerre mondiale, et elle se poursuit. La seule phase d'expansion plus longue a eu lieu après la récession relativement modérée, et quasi oubliée, de 1990-1991. Et nous ne voyons toujours aucune récession en vue. Cela est peut-être dû en partie au caractère progressif de l'embellie (nous n'avons pas encore observé les nombreux excès qui présagent souvent le début d'une contraction économique) et à la normalisation très progressive de la politique monétaire. La transition de la Fed vers une politique plus neutre n'est pas suffisamment forte pour stopper l'expansion actuelle. Les mesures de relance budgétaire vont également se poursuivre.

Un autre facteur crucial est le comportement de l'économie chinoise. Ces dernières années, la croissance du pays a été alimentée par des niveaux de dette insoutenables. Les décideurs chinois en sont conscients mais ne sont pas prêts à prendre des mesures qui pourraient ralentir significativement la croissance de leur économie. Cependant, en partie grâce à sa Banque centrale bien gérée et au contrôle ferme de sa balance des capitaux, nous pensons que le pays sera capable de conserver une croissance relativement dynamique sans déclencher de crise financière, malgré une dette qui continuera de grimper.

D'après notre analyse, la zone euro poursuivra sa croissance, stimulée par la relance budgétaire aux États-Unis et l'expansion continue en Chine. Un choc frontal entre les principaux États membres sur les engagements de la zone euro sera évité. Dans ce contexte, la prévision la plus réaliste, telle que présentée par le FMI dans ses dernières perspectives annuelles, est que l'économie mondiale continuera de croître à un rythme modéré. Les économies émergentes continueront de surperformer les pays développés dans l'ensemble, mais des facteurs structurels (en particulier démographiques) finiront par faire ralentir la croissance dans ces derniers. Rien de nouveau sous le soleil, donc. L'économie mondiale conserve son cap.

Pour les investisseurs, cela pourrait bien s'avérer trop beau pour être vrai. Mais bien sûr, une institution comme le FMI ne prédira jamais de récession, même si la durée de l'embellie actuelle commence lentement à perdre en crédibilité. Sur un horizon de cinq ans, nous devrions connaître une récession aux États-Unis (ne serait-ce que parce que, selon l'expression de Minsky, la stabilité engendre l'instabilité). Il est difficile de prédire quand cela se produira mais cela pourrait être après les élections présidentielles de novembre 2020. À l'approche des élections, les autorités américaines laisseront probablement l'économie croître au-delà de son potentiel, en mettant en place un mix politique procyclique qui finira par devenir insoutenable, en raison de l'augmentation des pressions inflationnistes et des niveaux de dette publique. Les tensions commerciales devraient rester sous contrôle car une escalade serait contre-productive, et l'auto-sabotage n'est généralement pas considéré comme une stratégie politique viable.

Il est clair que le contexte d'investissement pourrait considérablement changer dans les cinq prochaines années et que les conditions actuelles sont déjà relativement difficiles : spreads comprimés, survalorisation généralisée dans les principales classes d'actifs et faible volatilité. Pour les investisseurs à long terme, naturellement, il est logique de commencer à anticiper ces évolutions, mais ils ne doivent pas oublier que la patience est un atout dans le monde de l'investissement aussi.

Prévisions générales des rendements

Il est difficile pour les investisseurs d'échapper au discours de fin de cycle et probablement pas surprenant que nos prévisions de rendements moyens pour les principales classes d'actifs soient inférieures aux moyennes à long terme cette année.

Prévisions annuelles de rendements de 2019 à 2023

Actions marchés développés	4,00%
Actions pays émergents	4,50%
Obligations d'État allemandes	-1,25%
Obligations d'État mondiales Robeco	-0,25%
Dettes souveraine émergente (locale)	3,75%
Crédits Investment Grade	1,00%
High Yield	1,50%
Immobilier coté	3,25%
Matières premières	4,00%
Trésorerie	0,50%

Rendements indiqués en euros. Les rendements des obligations et des liquidités sont couverts en euros, à l'exception de la dette émergente libellée en devise locale. La valeur de vos investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs et ne sont pas constants dans le temps.

Source: Robeco

La reprise macroéconomique progressive et durable observée depuis la faillite de Lehman a abouti à des marchés du travail tendus dans les principales économies, en particulier au Japon. Malgré cela, la croissance des salaires est pour le moment atone. On peut toutefois escompter des pressions inflationnistes dans les années à venir, suivies d'un nouveau ralentissement une fois que les États-Unis auront plongé dans une récession modérée anticipée depuis longtemps, et que la zone euro et le Japon connaîtront un ralentissement. Sur un horizon à cinq ans, nous avons donc légèrement relevé nos prévisions d'inflation. Nous restons cependant largement en dessous de la moyenne à long terme. Concernant les obligations d'État, les perspectives pour les cinq prochaines années restent négatives. Les Bunds allemands sont largement survalorisés et le climat macroéconomique de la dette souveraine sera le premier à se détériorer.

La valorisation est également un facteur négatif pour les actions des marchés développés mais celles-ci bénéficieront de la hausse économique initiale continue. Les actions émergentes sont globalement bon marché, mais nous avons abaissé nos perspectives en raison d'un contexte de taux d'intérêt défavorable aux États-Unis, d'un affaiblissement des fondamentaux dans certains pays et d'un regain de protectionnisme. En matière de valorisation relative, la dette émergente et les matières premières constituent deux facteurs favorables. Néanmoins, nous avons abaissé nos prévisions de rendement moyen par rapport aux niveaux de l'année dernière pour les classes d'actifs émergentes. Nous avons relevé nos prévisions pour les obligations Investment Grade et en particulier High Yield, compte tenu de meilleures perspectives pour les obligations d'État mondiales et notamment américaines.

Thématiques abordées dans cette édition

La patience est également le thème récurrent des cinq rapports spéciaux qui constituent ces perspectives à cinq ans.

1. L'heure de devenir défensif ?

Dans nos perspectives à cinq ans publiées l'année dernière, nous évoquions nos craintes relatives concernant les valorisations du marché actions américain. Mais, nous le savons tous, les valorisations ne sont pas un bon outil de timing et cette année ne fait pas exception : le marché a atteint de nouveaux sommets et les valorisations aussi. Lorsqu'en 2017 le fameux PER de Shiller a atteint les niveaux de 1929, le lauréat du prix Nobel Robert Shiller lui-même a fait part de ses craintes concernant les valorisations, mais également observé que les marchés pourraient rester haussiers dans les prochaines années. La patience est notre meilleur atout. Si la probabilité d'enregistrer des performances négatives est très forte, nous pensons aussi que la probabilité qu'elles restent en territoire positif sur un horizon de cinq ans est encore plus grande. Toutefois, notre analyse confirme les craintes de Shiller : les niveaux élevés du PER ajusté au cycle sont suivis de périodes de risque baissier plus grand. Heureusement, il existe une diversité de valeurs à sélectionner pour les investisseurs qui partagent notre point de vue – valeurs qui vont bien au-delà de la brève analyse présentée ici. L'histoire ne se répète pas, mais souvent elle rime. Il nous semble donc particulièrement avisé de se concentrer sur le risque baissier dans les cinq années à venir.

2. Jongler avec la dette

Dans l'ouvrage Richesse des nations, Adam Smith décrivait ce qu'il appelait une « misérable jonglerie » : l'utilisation par des pays de « prétendus paiements » pour soulager (du moins pour le temps présent) leur dette. Par prétendu paiement, il entendait de nouveaux emprunts ou la création de monnaie, conduisant in fine à la monétisation de la dette. Aujourd'hui, Adam Smith ajouterait probablement l'assouplissement quantitatif à sa définition des prétendus paiements. Un exemple particulièrement éloquent de ce tour de passe-passe est la politique adoptée par le Japon. La Banque du Japon a également été la première banque centrale à procéder à l'assouplissement quantitatif, faisant ainsi passer les taux d'intérêt en territoire négatif. Récemment, elle a lancé un outil encore plus agressif, le contrôle de la courbe des taux. Elle a plafonné le taux d'intérêt à 10 ans à 0 %, ce qui, dans les faits, prépare à la monétisation, son bilan pouvant théoriquement exploser à l'infini, sa dette publique étant presque complètement détenue au niveau national et la réglementation pouvant forcer les institutions financières domestiques à conserver d'importantes positions sur la dette publique. Pour un participant du marché, il ne serait pas judicieux d'aller à contre-courant de la Banque centrale, du moins à moyen terme. La patience, notre meilleur atout. La misérable jonglerie d'Adam Smith restera en vogue un moment.

3. Le pétrole devra passer par pertes et profits à un moment ou un autre. Mais pas tout de suite !

Les actifs bloqués sont actuellement source de craintes majeures dans le secteur de l'énergie. L'idée que des réserves de pétrole et de gaz puissent rester inutilisées en raison de la transition énergétique en cours pose un dilemme aux investisseurs : faut-il vendre les positions à forte empreinte carbone ou est-ce prématuré ? La transition vers une économie sobre en carbone doit être progressive, pourtant sur un horizon de cinq-dix ans la demande mondiale de pétrole restera forte, en partie à cause de la montée continue des économies émergentes. En outre, la valorisation des grands groupes pétroliers se base sur les réserves connues qui seront converties en production réelle. Selon nous, on ne peut parler pour le moment de bulle du carbone. Jusqu'à présent, les changements apportés par la transition vers une économie sobre en carbone ont eu peu d'incidence sur le cours du pétrole. Alors que le secteur énergétique représente actuellement plus de 6 % de l'indice MSCI World, il est trop important pour être ignoré des investisseurs qui recherchent une large exposition générale au marché. Ignorer ce secteur à l'heure actuelle n'est également pas recommandable au vu des opportunités intéressantes de création de valeur qu'il offre aux investisseurs.

4. Faut-il exclure les obligations d'entreprise de l'allocation stratégique d'actifs ?

Ce qu'il faut ou non inclure dans une allocation stratégique d'actifs fait l'objet de débats intenses chez les actuaires et les investisseurs. Récemment, le gérant du fonds souverain norvégien a publié un rapport préconisant d'exclure les obligations d'entreprise de l'allocation stratégique du fonds. Le principal argument avancé étant que leurs performances n'étaient qu'une combinaison des rendements des obligations d'État et des actions, faisant ainsi des obligations d'entreprise une classe d'actifs totalement superflue. Or, nous pensons que trois raisons justifient d'inclure les obligations d'entreprise dans l'allocation stratégique d'actifs : l'argument de réplication n'est pas concluant, l'exclusion réduit les avantages en termes de diversification, tandis que l'allocation aux obligations d'entreprise permet de générer des primes de facteurs qui ne sont pas liées aux primes dans les actions.

5. Délaisser les actions américaines pourrait être récompensé

L'un des outils que les investisseurs peuvent utiliser pour régler la question de l'attrait obligation-action est la prime de risque des actions. Notre analyse suggère que dans les cinq prochaines années, la surperformance des actions américaines va marquer le pas ou même devenir négative par rapport à celles des autres marchés. Les bons du Trésor américain retrouveront alors la faveur des investisseurs qui pourraient être récompensés s'ils délaissent les actions américaines au profit des autres régions. Les horizons d'investissement ainsi que la capacité et la disposition des investisseurs à se diversifier en dehors des actions américaines resteront des facteurs cruciaux. Quoi qu'il advienne dans un monde où les États-Unis semblent toujours être la puissance à battre, les investisseurs devraient savoir que délaisser les actions américaines trop tôt n'est pas sans risque. La patience est notre meilleur atout.

Informations importantes

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

