

Revue des marchés

Ce que nous réserve l'année du Coq

2016, l'année du Singe de feu, touche également à sa fin dans le calendrier chinois. La prévision selon laquelle cette année serait riche en changements et aurait un impact sur les années suivantes s'est avérée juste. Des événements politiques inattendus, notamment le vote sur le Brexit et le résultat de l'élection présidentielle américaine, ont donné le ton sur les marchés de capitaux, sans toutefois provoquer une instabilité durable. Les facteurs fondamentaux jouent-ils à nouveau un rôle plus important, aux côtés de la (géo) politique, de l'activité économique mondiale et de la politique monétaire ?

- Premièrement, l'année qui s'annonce promet d'être **hautement politique**. Aux États-Unis, le président élu Donald J. Trump prendra les rênes du pouvoir le 20 janvier 2017, mais l'on ne sait toujours pas quelles promesses de campagne il pourra tenir. En Europe, les Hollandais, Français et Allemands se rendront aux urnes (ainsi que, potentiellement, les Italiens), tandis que les négociations concernant le Brexit devraient débiter au printemps. En réponse à la progression des partis populistes, l'activité politique, au cours de cette année de « super-campagne », sera plus encline à rechercher le soutien des électeurs qu'à engager des réformes structurelles.
- Mais **l'économie mondiale** a bien résisté aux derniers événements imprévus. L'économie va mieux, ou du moins se raffermir dans presque toutes les régions. Associée à une stabilité retrouvée des prix des matières premières, cette situation suggère une hausse continue des prix dans les mois à venir. Les signaux actuels pointent plus vers la **réflation** que vers la déflation.
- Toutefois, contrairement aux États-Unis, l'inflation au sein de la zone euro et au Japon devrait, initialement, demeurer inférieure aux cibles fixées par les banques centrales. La divergence continentale des **politiques monétaires** restera donc un thème d'investissement central. La politique monétaire demeure



Ann-Katrin Petersen
Vice President
Global Capital Markets &
Thematic Research

« Les facteurs fondamentaux devraient jouer un rôle aussi important que la (géo) politique, l'activité économique mondiale et la politique monétaire »

Au 30/12/16

Indices actions

CAC 40	4 878
BEL 20	3 621
FTSE 100	7 143
Euro Stoxx 50	3 303
S&P 500	2 239
Nasdaq	5 383
Nikkei 225	19 114
Hang Seng	22 001
KOSPI	2 026
Bovespa	60 227
Devises	
USD/EUR	1,054

Taux d'intérêt en %

États-Unis	3 mois	1,00
	2 ans	1,23
	10 ans	2,48
Zone euro	3 mois	-0,32
	2 ans	-0,79
Japon	10 ans	0,08
	3 mois	0,06
	2 ans	-0,19
	10 ans	0,03

Matières premières

Pétrole (Brent, en USD/baril) 56,7

Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

globalement expansionniste. Cependant, la normalisation des taux d'inflation devrait s'accompagner de signes indiquant que le pic de la liquidité fournie par les banques centrales sera atteint dans un futur proche, probablement au début de l'année 2018.

Quelles implications pour les marchés financiers ?

- Le « thème dominant de la réflation » soutient actuellement les marchés d'actions, mais 2017, année « super-électorale », nous réserve sans doute des surprises et, ponctuellement, des marchés financiers volatils (même si les investisseurs semblent s'habituer à l'imprévu).
- Des anticipations d'un regain d'inflation, et la perspective d'une modération des banques centrales, maintiennent une pression à la hausse des rendements sur les marchés obligataires, surtout aux États-Unis. La divergence des politiques monétaires favorisera probablement un dollar fort.
- Dans un contexte de croissance tendancielle faible, l'alpha continue de donner le ton.

Une chose est sûre : 2017 sera une autre année passionnante. L'année chinoise démarrant le 28 janvier est l'année du coq ; c'est une bonne chose, car cet animal garde la tête froide face à l'imprévu.

Ann-Katrin Petersen

Allianz 
Global Investors

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Les marchés de capitaux sont restés globalement dominés par « les anticipations de reflation ». L'amélioration des statistiques économiques, la relance budgétaire attendue aux États-Unis et une remontée graduelle des taux de la Fed laissent actuellement présager d'une hausse des marchés d'actions et d'une baisse des marchés obligataires.
- Cependant, les prévisions de résultats des entreprises pour 2017 semblent toujours trop agressives. En outre, les facteurs politiques continuent de conduire à des gains supplémentaires sur les marchés. Il faudra probablement compter avec une volatilité accrue.
- Dans l'ensemble, en matière d'investissement, les revenus du capital (par exemple, les dividendes) devraient jouer un rôle plus important que les plus-values.

Actions allemandes



- De bons résultats dans les enquêtes concernant les entreprises, comme l'IFO ou l'indice PMI de décembre 2016, indiquent un début d'année en fanfare pour l'économie allemande.
- Les entreprises exportatrices bénéficieront de la montée en régime de l'économie mondiale. Les décisions d'achat des consommateurs pourraient souffrir de la hausse de l'inflation et des prix du pétrole, mais la bonne santé du marché de l'emploi n'incite pas au scepticisme. L'Allemagne affiche toujours le plus faible taux de chômage d'Europe (4,1 % en octobre 2016).
- En revanche, les évolutions politiques pourraient générer une incertitude accrue pour les leaders économiques, et une baisse des investissements.
- Sur la base de la moyenne de long terme, les actions allemandes sont légèrement sous-évaluées en termes de ratio prix/bénéfices ajusté du cycle économique et de l'inflation (le ratio P/E de Shiller).

Actions européennes



- Le risque politique reste élevé en Europe. Durant les prochains mois, des élections se tiendront aux Pays-Bas, en France et en Allemagne (et potentiellement en Italie).
- Malgré les défis politiques, le chemin est clairement tracé pour l'économie de la zone euro. Pour le premier trimestre 2017, les indicateurs de confiance continuent d'indiquer une croissance économique robuste, dont la demande domestique restera sans doute le moteur principal. Alors que la hausse progressive de l'inflation sape le pouvoir d'achat, un marché de l'emploi en amélioration constante soutient la consommation privée. Pour la première fois en plus de sept ans, le taux de chômage de la zone euro est inférieur à 10 % (9,8 % en octobre 2016).
- Si l'économie britannique s'est montrée étonnamment robuste depuis le choc du vote sur le Brexit, l'incertitude entourant ses conséquences économiques à long terme reste élevée.
- Sur la base du ratio P/E de Shiller ajusté du cycle, le segment des actions européennes compte parmi les marchés les plus attractifs.

Actions américaines



- Les données économiques les plus récentes dépeignent clairement la solidité actuelle de l'économie américaine. Même si l'on ne sait toujours pas quelles promesses de campagne le président élu sera en mesure de tenir, une évolution du *policy mix* se dessine (politique budgétaire plus expansionniste, politique monétaire plus restrictive). Au total, les « Trumponomics » sont susceptibles de stimuler l'économie américaine au cours de l'année à venir, malgré les obstacles que représentent une inflation en hausse, des taux d'intérêt légèrement plus élevés et l'appréciation du dollar US pondéré par les échanges.

- L'amélioration des perspectives économiques, la reprise du secteur de l'énergie et les baisses d'impôts imminentes devraient, dans l'ensemble, s'avérer positives pour les bénéfices des entreprises. Ces facteurs seront contrebalancés par un dollar US fort et la hausse des coûts unitaires du travail, qui pèseront sur les perspectives de résultats pour 2017.
- Sur le plan des valorisations, les actions américaines ne tiennent actuellement pas compte de la montée des risques politiques et du risque conjoncturel à moyen terme.

Actions japonaises



- La première amélioration de l'enquête Tankan (mesurant la confiance dans le secteur de l'industrie au Japon) depuis juin 2015 conforte la meilleure santé de l'économie japonaise, même si cette dernière demeure à la traîne.
- En dépit d'une croissance anémique, le taux de chômage au Japon baisse de façon tendancielle. Cela devrait entraîner à moyen terme la montée des revendications salariales. Cependant, l'objectif d'inflation de 2 % semble pour l'instant hors de portée pour la Banque centrale du Japon, qui maintient son approche d'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif, avec contrôle de la courbe des taux ».
- Les actions japonaises restent prisonnières du yen. Les incertitudes qui entourent l'efficacité du changement de stratégie de la banque centrale japonaise sont pour l'instant largement compensées par une faiblesse du yen imputable au dollar.

Actions des marchés émergents



- Au sein des économies émergentes, certains signes continuent d'indiquer une « accélération modeste de la croissance », stimulée par la stabilisation des deux géants que sont la Russie et le Brésil, eux-mêmes soutenus par la hausse récente des prix des matières premières et la poursuite de la politique monétaire et budgétaire accommodante menée par la Chine.
- Les risques persistent cependant, alors que les politiques économiques expansionnistes menées sur de nombreux marchés émergents suscitent des déséquilibres croissants, notamment l'accroissement d'une dette privée déjà élevée et l'inflation des prix immobiliers. Devenu plus fort, le dollar US subit également des pressions ponctuelles, alors que le service de la dette libellée en dollars US est plus coûteux en devises locales.
- Les valorisations des actions émergentes demeurent attractives sur la base du ratio P/E de Shiller.

Secteurs

- L'amélioration de l'environnement cyclique et les espoirs d'une politique de reflation et de stimulation de l'économie seront a priori favorables, dans les prochains mois, aux secteurs « value » plus cycliques, et notamment à un secteur bancaire longtemp

délaissé (avec une mention particulière pour les banques américaines).

- Les matières premières subissent l'influence de différents facteurs. Les prix des métaux industriels devraient ainsi profiter de la victoire de Donald Trump et de ses programmes mégalomaniaques de développement des infrastructures. Le prix des métaux précieux s'est en revanche récemment orienté à la baisse, dans l'attente d'une évolution des taux de la Fed.
- Du point de vue structurel, nous continuons de privilégier les valeurs à dividendes. De fait, dans un contexte de perspectives de croissance à long terme globalement anémiques, les dividendes demeurent une source essentielle de rendement sur les actions.

Thème d'investissement : « La tendance à la reflation »

- Les marchés d'actions mondiaux restent stimulés par les « anticipations de reflation », alors que la stabilisation des prix des matières premières (ainsi que les effets de base associés) et les statistiques économiques globalement en progrès devraient engendrer une hausse sensible de l'inflation dans les pays de l'OCDE au cours des prochains mois.
- En outre, la tendance à la dé-mondialisation qui se profile est susceptible, dans un deuxième temps, de s'accompagner de droits de douanes accrus, d'un recul des pressions compétitives sur les prix, et d'une croissance plus faible de la productivité. En ce sens, la dé-mondialisation alimentera l'inflation.
- Le « thème de la reflation » encourage une hausse cyclique des rendements, notamment pour les emprunts d'État des pays occidentaux. Les obligations indexées sur l'inflation et une exposition à des bons du Trésor américains de durée plus courte semblent, dans un tel contexte, devoir être privilégiées.

Obligations européennes



- Après sa réunion de décembre, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle prolongeait son programme d'assouplissement quantitatif (QE) jusqu'à la fin de l'année 2017, en réduisant le volume mensuel à 60 mds EUR à partir du mois d'avril. Malgré un « début de sortie du QE », la politique monétaire de la BCE demeure exceptionnellement accommodante.
- Du point de vue des investisseurs, la démonstration de force se poursuit sur le marché obligataire en euro. Alors que les maturités courtes demeurent fermement encadrées par la politique de taux négatifs, la demande continue de l'Eurosystème exerce une pression constante à la baisse sur les maturités longues. Si une envolée des rendements est peu probable, les investisseurs devraient cependant surveiller plusieurs facteurs tels que les anticipations de hausse de l'inflation, le cycle de hausse des taux aux États-Unis et la fin programmée de l'assouplissement quantitatif à moyen terme.
- Les pays périphériques de la zone euro continuent d'être soutenus par la politique monétaire expansionniste de la BCE, la reprise économique qui prend forme (même si elle demeure modérée) et la consolidation des finances publiques, mais restent toutefois menacés par l'incertitude politique croissante.

Obligations internationales



- En décembre 2016, la Fed a adopté sa deuxième hausse de taux après l'avoir différée à plusieurs reprises. Une politique budgétaire plus expansionniste, élément faisant partie des « Trumponomics », et une politique monétaire plus restrictive continueront probablement à soutenir la hausse cyclique des rendements des bons du Trésor américains.
- Dans l'intervalle, la courbe des taux américaine devrait continuer à s'aplatir à moyen terme depuis sa partie courte. Le marché

monétaire américain ne semble pas avoir totalement pris en compte le cycle de hausse des taux de la Fed dans le contexte du changement de gouvernement ; l'économie américaine est pourtant proche du plein-emploi, ce qui se traduit déjà par des augmentations salariales. Même après la correction la plus récente, les bons du trésor américains demeurent surévalués par rapport aux fondamentaux.

- Au Royaume-Uni cependant, si la politique monétaire accommodante mise en place après le vote sur le Brexit est susceptible de soutenir le marché des Gilt, il faudra garder un œil sur la hausse des prix à l'importation, causée par la variation du taux de change.
- Au Japon, on ne voit pas se dessiner de pression particulière sur le rendement des emprunts d'État, d'autant que la banque centrale a ancré le taux à 10 ans aux alentours de 0 %.

Dettes émergentes



- Des facteurs structurels défavorables (comme un taux d'endettement plus élevé et un potentiel de croissance qui s'amenuise dans beaucoup de pays en développement, ou encore les tendances protectionnistes aux États-Unis) ont assombri les perspectives à plus long terme pour les emprunts d'États émergents.
- L'anticipation d'une politique monétaire américaine moins expansionniste à moyen terme pèse sur la classe d'actifs.
- En revanche, l'environnement économique s'est récemment stabilisé, même si ce phénomène reste essentiellement concentré sur la Chine, l'Inde, la Russie et le Brésil.

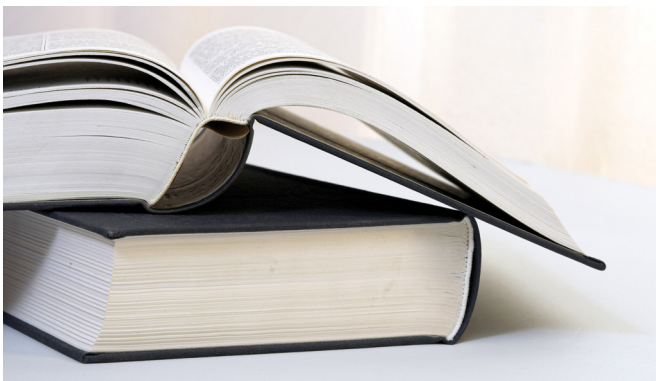
Obligations d'entreprises



- Les obligations *investment grade* et *high yield* sont prises en étau entre, d'un côté, une politique monétaire accommodante et, de l'autre, un environnement macro-économique difficile (évolution des prix) et un soutien moins marqué des valorisations.
- Les primes de risque des obligations d'entreprises américaines (y compris sur le segment *high yield*) peuvent encore être considérées comme modérément attrayantes sur la base des données de marché et des données fondamentales actuelles.
- Les primes de risque de crédit et de liquidité « pures » (évaluées sur la base du taux de défaut implicite du marché par rapport au taux historique cumulé) signalent, dans une large mesure, une valorisation neutre des obligations d'entreprises européennes (*investment grade*) et une valorisation ambitieuse du *high yield* européen.

Devises

- Globalement, les mouvements des devises internationales restent liés à la divergence des politiques monétaires (par exemple : hausse de taux aux États-Unis contre politiques de taux faibles en Europe et au Japon), et aux prix des matières premières (exemple : appréciation du rouble russe).
- Le récent rebond du dollar US reflète des anticipations selon lesquelles le changement de gouvernement aux États-Unis entraînera un écart grandissant au sein de l'économie et des taux d'intérêt internationaux. L'anticipation d'une politique économique américaine plus orientée vers le marché intérieur pèse davantage sur les devises émergentes, mais à des degrés variables selon les régions.
- Au vu de l'ampleur du déficit de la balance des paiements et potentiellement même du recul des flux d'investissement, le risque d'un nouveau fléchissement marqué de la livre sterling persiste.



Source des données – sauf indication contraire : Thomson Reuters

Mentions légales

Allianz Global Investors GmbH

Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Global Capital Markets & Thematic Research

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st), Ann-Katrin Petersen (akp)

Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables, mais elles n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. L'exactitude ou l'exhaustivité de ces données/informations ne sont pas garanties et toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte découlant de leur utilisation est déclinée, sauf en cas de négligence grave ou de faute professionnelle délibérée. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340, et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de) La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite.