

Revue des marchés

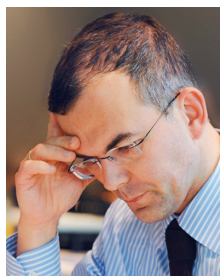
« Disruption »

La « **disruption** » **technologique** (cette rupture entre l'ancien et le moderne) n'a pas été la seule à constituer une thématique clé de notre dernier Forum de l'investissement : la géopolitique était elle aussi à l'ordre du jour. Sur les marchés financiers, ces deux thématiques devraient nous occuper encore pendant un certain temps. C'est ce que nous rappellent tout d'abord les premières décisions politiques du nouveau « POTUS » (*President of the United States*). Ces dernières remettent non seulement en question toute la politique d'alliance du monde occidental, mais elles emportent également un rejet de la mondialisation, et à sa suite l'ensemble des mécanismes qui permettent de créer pour tous un environnement « gagnant-gagnant », tant sur le plan de la concurrence que des implantations géographiques. En l'occurrence, ce débat ne concerne pas uniquement la Chine, qui a par ailleurs constitué un autre point à l'ordre du jour de nos discussions. Il fut passionnant d'évoquer ensemble, lors de ce Forum, la façon dont l'Empire du Milieu continue de s'ouvrir toujours plus largement aux marchés de capitaux.

Après la phase d'optimisme quasi-exubérant engendré par les espérances d'un paquet fiscal « trumpien », l'heure du rappel à la réalité a désormais sonné. Compte tenu des avancées du Brexit, des élections législatives aux Pays-Bas (en mars) et des élections présidentielles françaises (en avril), la **géopolitique** reste, en tout état de cause, à l'ordre du jour.

Dans ce tourbillon, la seule constante semble être la **politique monétaire mondiale**.

Mais, même en la matière, toute la question reste de savoir si cette constante se maintiendra effectivement dans la durée. Les critiques formulées par Donald Trump à l'encontre de la politique de Janet Yellen nourrissent les interrogations, conduisant à se demander si le sentier emprunté par les taux ne risque pas d'être plus escarpé que prévu. Il n'en reste pas moins là encore que si l'on veut un dollar faible, on ne peut pas souhaiter une politique monétaire plus restrictive. Dans la zone euro, le président de la BCE, Mario Draghi,



Hans-Jörg Naumer
Global Head of
Capital Markets &
Thematic Research

Alors que la disruption rime de plus en plus avec destruction créatrice, le moment est venu de se tourner vers la gestion active.

Au 30/01/17

Indices actions		Taux d'intérêt en %	
CAC 40	4 788	États-Unis 3 mois	1,04
BEL 20	3 562	2 ans	1,20
FTSE 100	7 129	10 ans	2,48
Euro Stoxx 50	3 262	Zone euro 3 mois	-0,33
S&P 500	2 281	2 ans	-0,68
Nasdaq	5 614	10 ans	0,46
Nikkei 225	19 041	Japon 3 mois	0,06
Hang Seng	23 361	2 ans	-0,21
KOSPI	2 084	10 ans	0,08
Bovespa	64 302		
Devises		Matières premières	
USD/EUR	1,063	Pétrole (Brent, en USD/baril)	55,4

Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

se trouve pour sa part confronté à une remontée de l'inflation, qui rend toujours plus improbable une nouvelle extension, au-delà de décembre 2017, de son programme de rachat d'obligations dans sa forme actuelle. Cependant, les politiques monétaires des principales banques centrales restent malgré tout accommodantes, comme précédemment, et il ne faut pas s'attendre à ce que la phase de taux d'intérêts bas ou négatifs prenne fin de sitôt.

Les **indicateurs économiques** ont présenté ces dernières semaines une image toujours plus favorable dans presque toutes les grandes régions économiques, et l'on peut s'en réjouir.

Alors que la disruption rime de plus en plus avec destruction créatrice (Schumpeter), le moment est venu de se tourner vers la gestion active : active dans la sélection des valeurs, pour identifier les futurs gagnants de cette période de changement (technologique), et active dans le choix des segments d'investissement, pour tirer parti de la volatilité.

Au-delà de toutes les disruptions, la politique monétaire, l'environnement économique et les profits des entreprises devraient favoriser les classes d'actifs plus risquées.

Je vous souhaite donc de rester créatif !

Hans-Jörg Naumer.

Allianz 
Global Investors

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Les politiques monétaires expansionnistes des banques centrales devraient soutenir les actions du point de vue structurel, mais dans une moindre mesure.
- Sur les marchés actions, les valorisations apparaissent très hétérogènes selon les régions. Les valorisations sont élevées sur le marché américain, neutres à basses en Europe, et elles peuvent également être considérées comme avantageuses dans un certain nombre de pays émergents.
- Les marchés financiers mondiaux restent marqués par la « rotation reflationniste ». L'amélioration des données économiques, les mesures de stimulation budgétaire attendues aux États-Unis, ainsi que les remontées de taux d'intérêt de la part de la Fed plaident pour une hausse des marchés actions et un affaiblissement des marchés obligataires. À long terme, nous anticipons, dans de nombreuses classes d'actifs, des rendements inférieurs aux moyennes historiques.
- Compte tenu de la volatilité qui se profile à l'horizon, la gestion active demeure essentielle ! Cela vaut aussi bien pour la sélection au sein des classes d'actifs que pour l'arbitrage entre les classes d'actifs.

Actions allemandes



- Les entreprises exportatrices bénéficieront de la montée en régime de l'économie mondiale. Les premiers effets de la « démondialisation », si souvent évoquée, ne se font pas encore sentir.
- 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.
- 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



- La **zone euro** reste sur la voie d'une croissance atone associée à une inflation faible. Le rythme de l'inflation devrait toutefois s'accélérer dans les mois à venir.
- **L'économie britannique** surprend actuellement de façon positive. Dans la perspective d'un « Brexit dur », susceptible d'entraîner des conséquences économiques négatives majeures, les risques à long terme ont considérablement augmenté. La pression sur les prix s'est accrue de façon significative en raison de la faiblesse de la livre, ce qui devrait se traduire par une baisse du pouvoir d'achat via la hausse de l'inflation.
- L'incertitude politique reste élevée sur le Vieux Continent.
- Le fléchissement du taux de change de l'euro, une reprise dans le secteur de l'énergie et, éventuellement aussi, dans le secteur bancaire, ainsi que l'effet légèrement positif qui résulte jusqu'en Europe de la relance budgétaire américaine, laissent escompter un tournant favorable du côté des bénéfices.

Actions américaines



- Les indicateurs économiques les plus récents attestent de la solidité actuelle de l'économie américaine. Après d'importantes révisions à la baisse au printemps, les bénéfices et les prévisions de bénéfices se sont clairement stabilisés. Cela vaut d'ailleurs aussi bien pour les actions américaines que pour les valeurs européennes et japonaises.
- Un grand nombre de facteurs (la reprise dans le secteur de l'énergie, la relance budgétaire, les éventuelles réductions d'impôts) plaident pour une réorientation à la hausse des profits des entreprises. La part croissante des salaires devrait néanmoins freiner la progression de la rentabilité.

Actions japonaises



- En dépit d'une croissance anémique, le taux de chômage au Japon baisse de façon tendancielle. Cela devrait entraîner à moyen terme des revendications salariales plus importantes et, de ce fait également, une inflation plus élevée, ce qui ne veut pas dire pour autant que l'objectif de 2 % visé par la banque centrale du Japon sera approché, ne serait-ce que de loin.
- L'impact du paquet fiscal sur le produit intérieur brut (PIB) du Japon devrait être appréciable. Avec un multiplicateur budgétaire estimé autour de 1,0, et des dépenses d'infrastructure de seulement 2 milliards de yens en valeur nette, sa contribution à l'économie du Japon atteindrait, selon nos calculs, environ 0,4 % du PIB, tandis que la contribution de la croissance mondiale devrait se situer aux alentours de 0,02 %.
- 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



- Sous l'effet des stimulations monétaires et budgétaires, l'économie chinoise a retrouvé un élan cyclique. En outre, la sortie de la déflation se confirme au niveau des producteurs.
- Les pays tournés vers l'exportation, tels que le Japon, la Chine et la Malaisie, devront probablement supporter au premier chef les effets d'un protectionnisme grandissant sous l'administration Trump.
- La Corée, qui bénéficie de l'Accord de libre-échange Corée-États-Unis, pourrait être le pays le plus touché, si cet accord venait à être renégocié.
- La valorisation des actions des pays émergents peut en moyenne être considérée comme attrayante.

Secteurs

- Les matières premières subissent l'influence de différents facteurs. Ainsi, les prix des métaux industriels devraient bénéficier de l'agenda politique de Donald Trump et des grands travaux d'infrastructures imaginés par le nouveau président américain. Les prix des métaux précieux ont quant à eux récemment reculé, dans l'anticipation des hausses de taux d'intérêt de la Fed.
- L'amélioration de l'environnement cyclique et les espérances placées dans les politiques reflationnistes et de relance plaident, à un horizon de quelques mois, en faveur des banques, longtemps délaissées (avec une mention particulière pour les banques américaines).

Thème d'investissement : Revenus du capital

- L'environnement de taux d'intérêt faibles ou négatifs devrait se maintenir encore longtemps, en particulier dans la zone euro et au Japon. Cependant, une fois déduit le taux d'inflation, les bons du Trésor américains n'offrent pas non plus des rendements confortables. La question des « revenus du capital » n'en devient que plus essentielle.
- Dans la mesure où l'asymétrie de politique monétaire, dans un environnement de marché globalement volatil, devrait favoriser les classes d'actifs plus risquées, les coupons versés par les obligations d'entreprises restent sur le radar des investisseurs, de même que – et surtout – les dividendes, au travers desquels l'investisseur peut avoir accès, grâce aux fonds actions, à des « valeurs réelles tangibles », c'est-à-dire des actions.
- Les dividendes assurent non seulement une stabilisation des portefeuilles, comme l'attestent les mesures historiques, mais augurent également de niveaux de distribution attrayants au cours de l'année à venir : d'après nos estimations, pas moins de 315 milliards d'euros devraient être distribués cette année par les seules entreprises entrant dans la composition du MSCI Europe. Un record, puisque ce montant était de 302 milliards d'euro en 2016.

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 (voir aussi à ce sujet notre QE-Monitor). Malgré un « début de sortie du QE », la politique monétaire de la BCE demeure exceptionnellement accommodante.
- Sur la base de nos modèles, nous constatons la persistance d'une surévaluation fondamentale des emprunts d'État allemands à long terme.
- Les obligations des pays périphériques de la zone euro continuent de bénéficier de la politique monétaire accommodante de la BCE, mais restent également vulnérables aux risques politiques. Par rapport à leur niveau d'avant-crise, les obligations des pays périphériques de la zone euro continuent d'intégrer une probabilité de défaut supérieure à cinq ans.

Obligations internationales

- La hausse des prix du pétrole fait du même coup grimper les taux d'inflation. L'inflation de base devrait également connaître une augmentation progressive, en raison du resserrement des écarts de production.
- La lente normalisation de la politique de la Fed aux États-Unis reste le scénario central (souhaitable). Dans une perspective mondiale, la politique monétaire n'en demeure pas moins globalement accommodante. En 2018, la base monétaire mondiale pourrait atteindre un point haut (par rapport au produit intérieur brut).
- Les marchés obligataires restent surévalués, même si l'on tient compte du soutien que leur apporte la politique monétaire.

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.

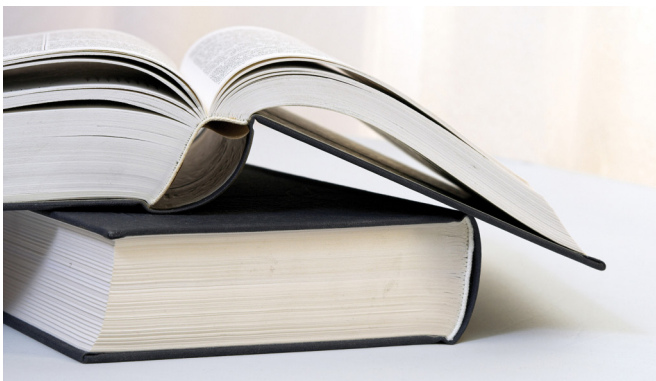
- L'anticipation d'une politique monétaire américaine moins expansionniste à moyen terme pèse sur la classe d'actifs.
- En revanche, l'environnement économique s'est récemment stabilisé, même si cela ne concerne pas l'ensemble des pays de la catégorie.
- Les sorties de capitaux ont repris de l'ampleur après l'élection de Donald Trump.

Obligations d'entreprises

- Les taux de défaut implicites des obligations d'entreprises américaines sont largement supérieurs aux taux de défaut agrégés historiques, mais restent en deçà de leur moyenne historique de long terme.
- Sur la base de cette analyse, on peut conclure à une surévaluation modérée des obligations non-spéculatives (*investment grade*), ainsi que des obligations *high yield*. Sur la base des fondamentaux, elles restent toutefois encore raisonnablement valorisées selon nos calculs.
- Pour les obligations *investment grade* et *high yield* en euros, nos modèles fondamentaux justifient les actuelles primes de risques (*spreads*).

Devises

- Les spéculateurs sur les devises ont massivement réduit leurs positions longues en dollar américain, ce qui témoigne en partie d'une foi vacillante quant au relèvement des taux de la Fed. La remontée de l'aversion croissante a probablement joué en faveur du yen.
- La monnaie japonaise s'était considérablement affaiblie dans l'anticipation d'un resserrement de la politique américaine de taux d'intérêt. C'est désormais à une stabilisation qu'il faut s'attendre pour l'avenir.
- La corrélation entre les monnaies des pays émergents et les matières premières avait atteint un sommet en mai 2016. Depuis lors, les corrélations sont nettement inférieures. Cette relation semble néanmoins se confirmer sur le long terme.
- Les monnaies traditionnellement sensibles aux taux d'intérêt sont l'euro et la livre sterling. Dans l'optique d'un Brexit « dur », la livre britannique s'est dépréciée de façon spectaculaire. Au regard des différentiels de taux attendus, ce déclin semble toutefois exagéré.



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.