

Revue des marchés

Le moment venu

La scène géopolitique se rapproche d'un point d'orgue. Les semaines à venir livreront aux investisseurs de nouvelles informations sur les risques qui ont récemment dominé l'actualité. Leur dénouement donnera le ton sur les marchés pour le reste de l'année 2017.

En Europe, un cycle d'élections déterminantes est enclenché, les Français se rendant bientôt aux urnes pour élire leur nouveau président. Si la candidate eurosceptique d'extrême droite, Marine Le Pen, est bien placée pour remporter le premier tour du 23 avril, il est peu probable qu'elle dispose d'une majorité. Le second tour du 7 mai devrait donc voir la victoire d'un candidat appartenant à l'élite dirigeante, et qui pourrait bien être Emmanuel Macron. Mais comme le rappellent volontiers les défenseurs de D. Trump ou du Brexit, les sondages ne sont pas infaillibles. Pendant que la France occupera le devant de la scène en Europe, les moindres détails du divorce Royaume-Uni / UE devraient être progressivement divulgués.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'horloge tourne pour les 100 premiers jours du président D. Trump, qui s'achèvent le 29 mars. L'optimisme entourant son programme pro-croissance a largement soutenu les résultats des entreprises américaines, les anticipations d'inflation, les prix des actions et les prévisions des enquêtes économiques portant, notamment, sur la confiance des entreprises ou des consommateurs. Pourtant, si les Républicains contrôlent la présidence et les deux Chambres du Congrès, de nombreuses difficultés subsistent. Donald Trump a dû assumer ses propres faux pas et affronter des obstacles extérieurs, comme le niveau élevé de la dette fédérale ou la présence de faucons budgétaires au sein même de son parti.

Pour les Républicains, la tentative avortée de démantèlement du dispositif Obamacare, le 24 mars, est peut-être annonciatrice des défis qui attendent les optimistes sur les marchés. Gouverner n'est pas simple. Obtenir un consensus sur des baisses d'impôts ou des dépenses d'infrastructure atteignant 1 000 mds USD financées par l'emprunt ne sera pas une mince affaire. Le Congrès connaît



Greg Meier
Vice President,
US Capital Markets Research
& Strategy

Si les résultats des élections en Europe sont favorables et que les mesures des Républicains en faveur de la croissance progressent, le recul des incertitudes devrait profiter aux investisseurs osant prendre des risques.

Au 31/03/17

Indices actions

CAC 40	5 120
BEL 20	3 819
FTSE 100	7 325
Euro Stoxx 50	3 503
S&P 500	2 363
Nasdaq	5 912
Nikkei 225	18 983
Hang Seng	24 112
KOSPI	2 160
Bovespa	64 984
Devises	
USD/EUR	1,069

Taux d'intérêt en %

États-Unis	3 mois	1,15
	2 ans	1,27
	10 ans	2,42
Zone euro	3 mois	-0,33
	2 ans	-0,76
Japon	10 ans	0,33
	3 mois	0,06
	2 ans	-0,23
10 ans	0,06	

Matières premières

Pétrole (Brent, en USD/baril) 52,6

Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

une pause de deux semaines à partir du 10 avril. Le 28 avril, le gouvernement américain sera à court de liquidités. Un accord sur une extension du financement (au moins jusqu'à l'automne, quand la question du plafond de la dette reviendra sur la table) permettrait non seulement d'éviter la paralysie du gouvernement, mais aussi de prouver que les Trumponomics sont toujours bien présents.

Dans ce contexte géopolitique incertain, les banques centrales à travers le monde tentent de maintenir un équilibre entre regain des pressions inflationnistes et assouplissement monétaire massif. L'inflation générale aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe atteint ou dépasse déjà 2%. Parallèlement, sept banques centrales mènent encore des politiques de taux d'intérêt négatifs, tandis que le volume d'assouplissement quantitatif continue de croître à une vitesse vertigineuse à l'échelle mondiale. Nous pensons que les liquidités fournies par les banques centrales, facteur essentiel de soutien aux actifs risqués après la crise financière, pourraient culminer début 2018.

Si les résultats des élections en Europe sont favorables et que les mesures des Républicains en faveur de la croissance progressent, le recul de l'incertitude devrait profiter aux preneurs de risques. Mais si les risques se concrétisent, les anticipations de résultats (et donc les prix des actions) apparaîtront quelque peu optimistes. Comme toujours, nous ne le saurons avec certitude que le moment venu.

Greg Meier

Allianz 
Global Investors

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Soutenues par les pays émergents et les pays industrialisés, les données économiques mondiales ont poursuivi leur amélioration en janvier et février, après avoir enregistré fin 2016 leur plus forte progression trimestrielle en près de sept ans.
- Étant donné les améliorations cycliques continues, nous conservons nos positions longues sur les actions, malgré les inquiétudes entourant la politique et les niveaux de valorisation.
- La hausse des taux d'intérêt américains nous incite à la prudence en termes de durée obligataire globale.

Actions allemandes



- Les entreprises exportatrices devraient bénéficier de la montée en régime de l'économie mondiale. Les premiers effets de la démondialisation ne se font pas encore sentir.
- Cependant, la confiance des consommateurs pourrait être quelque peu malmenée par la remontée de l'inflation. Le marché de l'emploi reste quant à lui robuste. 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 surévaluées en termes de ratio prix/bénéfices ajusté du cycle économique et de l'inflation (le ratio P/E de Shiller).

Actions européennes



- Des données cycliques favorables ont protégé les actions de l'incertitude politique et de la volatilité des marchés obligataires. Alors que les données économiques aux États-Unis et en Europe ont dépassé les prévisions, la dynamique de surprises positives touche probablement à sa fin.
- Au Royaume-Uni, les dernières statistiques macroéconomiques sont ressorties supérieures aux attentes, mais un « Brexit dur » risquerait d'avoir des répercussions très négatives sur l'économie.
- Les valorisations se situent dans la moyenne sur les marchés d'actions européennes. Certains pays restent attractifs.
- Les risques politiques pesant sur la zone euro sont déjà partiellement intégrés dans les marchés. Le point bas touché par les valeurs bancaires pourrait à cet égard être perçu comme un signal.

Actions américaines



- Des taux d'intérêt historiquement faibles associés à une politique expansionniste de la Réserve fédérale américaine ont contribué à propulser les valorisations des actions américaines à des niveaux élevés. Ce phénomène pèse sur le potentiel de performance à long terme. La volatilité récente pourrait être le premier symptôme des limites de l'assouplissement monétaire.
- Des données macroéconomiques robustes, notamment sur le marché du travail, permettent aux actions américaines de battre des records, pour l'instant du moins. Mais le cycle d'activité aux États-Unis est en train d'arriver à maturité, et des difficultés sont à craindre : par exemple, une baisse des marges due à une hausse des salaires.
- Les grandes capitalisations américaines sont plus exposées aux mouvements du dollar US que les petites entreprises concentrées sur le marché domestique.

Actions japonaises



- Les actions japonaises restent prisonnières du yen. La faiblesse du yen a soutenu les actions fin 2016, mais la devise japonaise s'est depuis renforcée. L'environnement cyclique s'améliore à travers le monde et les investisseurs tactiques peuvent ainsi envisager de surpondérer les actions japonaises.

- Le volume d'ETF inscrit au bilan de la Banque du Japon devrait atteindre 5,3% de la capitalisation boursière de l'indice TOPIX à la fin 2017, et 6,2% d'ici le mois de juin 2018. Nous émettons des réserves quant à l'efficacité des « Abenomics » sur le long terme.

Actions des marchés émergents



- Les marchés émergents ont bénéficié des mesures de relance de la Chine, de la reprise cyclique du commerce mondial et de la hausse des prix des matières premières (qui restent moins corrélés avec le dollar US à court terme).
- Cependant, il convient de faire preuve de prudence quant à la capacité de ces facteurs à apporter un soutien durable. Il existe encore des pressions haussières sur le dollar US. Les mesures de relance en Chine semblent toucher à leur fin. Une surpondération tactique peut être pertinente, mais les investisseurs à long terme ont intérêt à conserver une exposition neutre.

Secteurs

- Les anticipations d'inflation ayant évolué, les rendements obligataires seront déterminants dans la poursuite du rebond des valeurs de rendement. Nous privilégions les banques américaines comme moyen de parier sur une pentification des courbes de taux, au détriment de secteurs comme les biens de consommation de base ou les services aux collectivités.
- Historiquement, la hausse des rendements obligataires a été associée à une surperformance des secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs. La hausse des anticipations d'inflation menace les ratios prix/bénéfices actuellement élevés des secteurs défensifs tels que les biens de consommation de base.
- En termes de valorisation, les financières offrent actuellement le point d'entrée le plus attractif. Les autres secteurs cycliques, notamment l'industrie, semblent chers.

Thème d'investissement : Revenus du capital

- L'environnement de taux d'intérêt faibles ou négatifs devrait se maintenir, 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.
- Tandis que l'asymétrie des politiques monétaires devrait continuer d'alimenter la performance des actifs risqués, dans un environnement de marché qui reste globalement volatil, les investisseurs devraient continuer de rechercher les coupons des obligations d'entreprises et surtout les dividendes qui leur offrent une exposition aux actifs réels, c'est-à-dire aux actions.
- Les dividendes contribuent à limiter la volatilité historique des portefeuilles et offrent de belles perspectives de performance sur l'année à venir : selon nous, les entreprises de l'indice MSCI Europe devraient à elles seules verser 315 milliards EUR de dividendes. Un record ! Ce montant était en effet de 302 milliards EUR en 2016.

Obligations européennes



- Même si elle ne l'a pas clairement énoncé, force est de constater que la Banque centrale européenne (BCE) a, dans les faits, amorcé son processus de retrait de sa politique d'assouplissement quantitatif (« tapering ») au travers d'une réduction des achats d'emprunts d'État, le « vrai » tapering. La réduction progressive de son programme d'achats mensuel devrait intervenir en 2018.
- Bien que les emprunts d'État allemands devraient continuer à bénéficier du soutien de la politique monétaire accommodante et des incertitudes persistantes, la surévaluation actuelle des fondamentaux et les craintes d'une réduction progressive des achats obligataires de la BCE risquent de générer des pressions à la baisse dès le début de l'année 2018.
- Dans la zone euro, nous anticipons la poursuite de mouvements directionnels de la courbe des taux (pentification quand les rendements augmentent, aplatissement quand ils diminuent).
- Les marchés de la dette souveraine périphérique intègrent actuellement une probabilité de défaut accrue sur les prochaines années par rapport aux niveaux d'avant crise. Malgré les risques politiques au sein de la zone euro, ce segment de marché reste soutenu par la reprise économique en cours, les mesures d'aide budgétaire et la politique accommodante de la BCE.

Obligations internationales



- La progression annuelle des prix du pétrole pousse l'inflation à la hausse dans de nombreux pays. La réduction des écarts de production devrait également entraîner une hausse graduelle de l'inflation de base. La démondialisation pourrait avoir un effet inflationniste à moyen terme.
- Les politiques monétaires à travers le monde devraient rester accommodantes, mais des hausses de taux supplémentaires de la Fed pourraient intervenir et prendre de court les attentes du marché.
- Les bons du Trésor américains restent surévalués sur la base des fondamentaux, mais l'ampleur de cette surévaluation tend à baisser.
- L'absence de rémunération du risque de durée (= bêta) souligne la vulnérabilité des bons du Trésor américains. Des primes négatives sur les maturités longues présagent traditionnellement d'une hausse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, une réduction de la durée semble selon nous de mise sur les marchés obligataires.

Dettes émergentes



- Les difficultés structurelles (par exemple, taux d'endettement élevés, baisse du potentiel de croissance et montée du protectionnisme) obscurcissent les perspectives de la dette souveraine émergente.
- De plus, une politique monétaire américaine moins expansionniste pèse sur la classe d'actifs. Cependant, l'environnement cyclique s'est amélioré ces derniers mois.
- Contrairement à de nombreux marchés développés, les rendements réels des obligations souveraines des pays émergents sont en moyenne nettement positifs.

Obligations d'entreprises

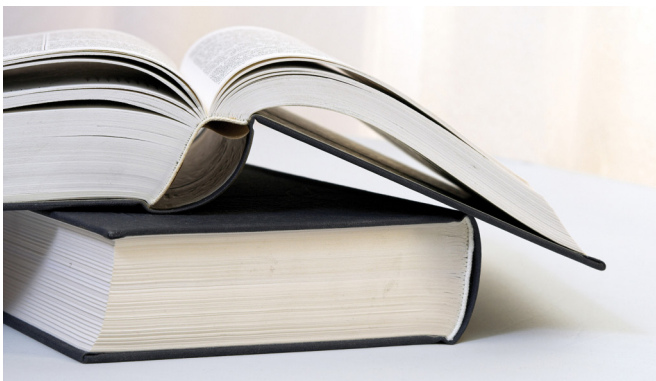


- Le risque de crédit et les primes de liquidité indiquent une juste valorisation des spreads pour les entreprises européennes du segment *investment grade*, tandis que le crédit *high yield* en euro se négocie à des niveaux de prix élevés.
- Aux États-Unis, les rachats d'actions financés par de la dette bon marché entraînent un rebond de l'endettement du secteur privé, source de risque potentielle dans un environnement de taux haussiers.

- Les obligations d'entreprises américaines semblent surévaluées sur la base des taux de défaut historiques.

Devises

- Dans un contexte d'incertitude grandissante quant au relèvement des taux de la banque centrale américaine, les spéculateurs sur les devises ont massivement réduit leurs positions longues en dollar américain. Mais une reprise des affaires liées aux « Trumponomics » pourrait prolonger la surévaluation cyclique du dollar US.
- Le regain d'aversion au risque a suscité de nouvelles positions longues spéculatives sur le yen.
- Par rapport aux différentiels de taux d'intérêt, la livre sterling semble correctement valorisée.
- Sur la base de notre modèle d'équilibre à long terme des valorisations des taux de change, de nombreuses devises (en particulier sur les marchés émergents) restent fondamentalement sous-évaluées par rapport au dollar US.



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.