

Revue des marchés

Le printemps est arrivé pour l'économie, avec un soupçon de risques politiques

Alors même que le joli mois de mai vient tout juste de démarrer, les marchés bourdonnent tous azimuts. Or, sur le **front politique**, la période semble loin d'être propice à l'enthousiasme détendu caractéristique du printemps. Certes, la première salve d'élections d'une année 2017 particulièrement chargée dans le domaine semble désormais derrière nous en Europe, mais l'annonce surprise d'élections législatives anticipées au Royaume-Uni, prévues pour le 8 juin, est venue raviver les incertitudes politiques. En effet, cette annonce s'inscrit dans le sillage du déclenchement, fin mars, du processus attendu de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Toute la question reste de savoir si le résultat de ces élections viendra ou non renforcer l'assise de la première ministre Theresa May, un facteur déterminant à l'aube d'un processus de négociation qui s'annonce ardu. Cependant, aux États-Unis, le président Donald Trump doit faire face à une opposition sur la scène domestique, le contraignant à reporter la mise en œuvre de son programme.

En revanche, en ce début de printemps, **l'économie mondiale** cherche pour sa part à imiter la nature. Dans la quasi-totalité des principales régions du monde, de jeunes pousses ne cessent d'émerger pour se développer. Malgré cette tendance, les indicateurs avancés de confiance dépassent les données économiques réelles, en particulier aux États-Unis. Tant que des doutes persistent sur la vigueur des signaux de croissance au sein de l'économie américaine, nous continuons d'anticiper, jusqu'à nouvel ordre, un rebond de l'économie mondiale sur des niveaux légèrement supérieurs au potentiel de croissance. Il ne faut pas pour autant tabler sur une envolée de la croissance économique au cours des prochains mois.

Dans cet environnement, il est très peu probable que les principales **banques centrales** conservent une approche expansionniste. À titre d'exemple, la Réserve fédérale américaine (Fed) a non seulement laissé entendre qu'elle pourrait procéder à de nouvelles hausses de taux, mais a également indiqué qu'elle pourrait commencer à normaliser, « vers la fin de l'année », la taille et la composition de son bilan, qui se chiffre en milliers de milliards. Dès lors, le réinvestissement des bons du Trésor et des obligations adossés à des prêts hypothécaires risque d'être réduit, voire purement et simplement annulé. Ces signes semblent confirmer



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

« En ce début de printemps, l'économie mondiale cherche pour sa part à imiter la nature ».

Au 27/04/17

Indices actions

CAC 40	5 278
BEL 20	3 874
FTSE 100	7 211
Euro Stoxx 50	3 567
S&P 500	2 389
Nasdaq	6 049
Nikkei 225	19 197
Hang Seng	24 615
KOSPI	2 205
Bovespa	64 677
Devises	
USD/EUR	1,088

Taux d'intérêt en %

États-Unis	3 mois	1,17
	2 ans	1,26
	10 ans	2,31
Zone euro	3 mois	-0,33
	2 ans	-0,73
	10 ans	0,35
Japon	3 mois	0,06
	2 ans	-0,20
	10 ans	0,02

Matières premières

Pétrole (Brent, en USD/baril) 50,7

Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

que la liquidité injectée par les banques centrales mondiales pourrait atteindre son point haut au premier semestre 2018.

Quelles implications pour les marchés financiers ?

- Le **thème dominant de la reflation** continue de soutenir les marchés d'actions. Mais cette influence devrait se dissiper progressivement à mesure que la progression annualisée des cours du pétrole et les bonnes surprises sur le front économique commencent à marquer le pas.
- Face à la hausse de l'inflation et à la perspective du début (pour la Banque centrale européenne - BCE) ou de la poursuite (pour la Fed) de la normalisation progressive de la politique monétaire des banques centrales, **les taux de rendement devraient rester orientés à la hausse** sur les marchés obligataires, en particulier aux États-Unis. Il convient donc de suivre de près le risque de duration associé aux obligations.
- La politique reste un thème d'investissement dominant. En Europe, cette « super année électorale » pourrait charrier son lot de surprises, induisant de **la volatilité sur les marchés financiers**. En effet, même les résultats favorables sont source d'opportunités d'investissement. Aux États-Unis, le doute s'installe sur l'efficacité de la politique « Trumponomics », qui reste fondamentalement pro-dollar.

Quoi de plus agréable en mai que de faire ce qu'il nous plaît dans notre jardin ? Cela vaut également en matière d'investissement.

Cordialement,

Ann-Katrin Petersen

Allianz 
Global Investors

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Le thème de la reflation, c'est-à-dire la perspective d'une reprise continue de l'économie mondiale, associé à une hausse des taux d'inflation, restent des facteurs de soutien pour les marchés d'actions.
- Cependant, cette poussée inflationniste pourrait s'essouffler à mesure que la progression annualisée des cours du pétrole marque le pas. Il convient ainsi de ne pas tabler sur un rebond de la croissance économique au cours des prochains mois.
- La volatilité devrait rester élevée, compte tenu des niveaux de valorisation atteints au sein de plusieurs classes d'actifs et de la remontée des incertitudes politiques.
- Les taux de rendement restent orientés à la hausse au sein des marchés obligataires, en particulier aux États-Unis. Il convient de suivre de près le risque de durée associé aux obligations.

Actions allemandes



- Les indicateurs de confiance des entreprises, tels que le sondage IFO et l'indice des directeurs d'achats, laissent présager d'un bon début de deuxième trimestre pour l'économie allemande.
- Les entreprises exportatrices devraient bénéficier 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.
- 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



- Malgré les défis politiques, le chemin est clairement tracé pour l'économie de la zone euro. Au deuxième trimestre 2017, les indicateurs de confiance traduisent dans l'ensemble une croissance économique plus robuste et généralisée, mais il est probable que la série de bonnes nouvelles économiques touche à sa fin.
- La demande locale devrait rester le principal moteur de la croissance économique au sein de la zone euro. 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. En outre, l'économie devrait continuer de bénéficier du soutien apporté par la faiblesse extrême des taux d'intérêt et l'affaiblissement de l'euro.
- Pour sa part, l'économie britannique a jusqu'à présent fait preuve d'une vigueur étonnante face au choc de la victoire du Brexit. En effet, le produit intérieur brut a même enregistré une accélération au second semestre 2016. Toutefois, cette tendance devrait s'essouffler au fil de l'année tandis que les incertitudes entourant les conséquences du Brexit garderont les investisseurs en haleine.
- Sur la base du ratio P/E de Shiller ajusté du cycle, les actions européennes se situent légèrement au-dessus de leur moyenne de long terme. Au niveau individuel, certains marchés européens restent parmi les plus attractifs.

Actions américaines



- Des taux d'intérêt historiquement faibles associés à une politique expansionniste de la Fed ont contribué à propulser les valorisations des actions américaines à des niveaux élevés. Ce phénomène pèse sur le potentiel de performance à long terme.
- 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 et belles valeurs américaines sont plus fortement exposées à l'évolution du dollar américain que les entreprises davantage tournées vers l'économie locale.

Actions japonaises



- Soutenue par un yen moins fort et une conjoncture mondiale porteuse, l'économie japonaise devrait accélérer au cours de l'année, à un rythme supérieur à celui observé ces derniers temps, notamment grâce à plusieurs facteurs économiques externes.
- Le taux de chômage au Japon a pris les marchés par surprise en reculant à 2,8% en février, un point bas de 22 ans. L'évolution des prix a également réservé quelques surprises positives. Pour autant, la politique Abenomics peine toujours à relancer durablement l'inflation. Dans ce contexte, la Banque du Japon devrait conserver son programme « d'assouplissement quantitatif et qualitatif associé à un contrôle de la courbe de taux. »
- Les prix des actions japonaises restent étroitement corrélés à la performance du yen.

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 dollar US est plus coûteux en devise locale.
- Les valorisations des actions émergentes demeurent attractives sur la base du ratio P/E de Shiller.
- Une surpondération tactique des marchés émergents peut être pertinente, mais les investisseurs à long terme ont intérêt à adopter une exposition neutre.

Secteurs

- Les anticipations reflationnistes ayant évolué, les rendements obligataires seront déterminants dans la poursuite du rebond des valeurs de rendement cycliques. 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.

- 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 restent une source essentielle de rendement sur les actions.

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 très 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 actions 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

- Malgré l'existence d'arguments convaincants en faveur d'un tapering direct, le Conseil des gouverneurs de la BCE devrait opter pour un retrait progressif de son programme d'assouplissement quantitatif, mais pas avant 2018. La politique monétaire de la BCE demeure néanmoins exceptionnellement accommodante.
- Du point de vue des investisseurs, la démonstration de force se poursuit sur le marché obligataire en euro dans son ensemble. Alors que les maturités courtes demeurent fermement encadrées par la politique de taux négatifs de la BCE, 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 obligations des pays périphériques de la zone euro bénéficient de la politique monétaire accommodante de la BCE, mais restent vulnérables aux risques politiques.

Obligations internationales

- En mars 2017, la Fed a adopté sa troisième hausse des taux. 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. Même après la dernière correction, les bons du Trésor américains demeurent surévalués par rapport aux fondamentaux, quoique désormais dans une moindre mesure.
- Au Royaume-Uni, le maintien d'une politique monétaire accommodante initiée dans le sillage du vote en faveur du Brexit devrait soutenir le marché des emprunts d'État britanniques. Cependant, il conviendra de suivre de près toute hausse des prix des importations alimentée par l'évolution des marchés des changes.
- Au Japon, on ne voit pas se dessiner de pression particulière sur le rendement des emprunts d'État, d'autant que la banque centrale japonaise a ancré le taux à 10 ans aux alentours de 0%.

- Les emprunts d'État restent relativement fragiles, comme le confirme l'absence de contrepartie au risque de duration. Les primes de terme négatives sur la partie longue de la courbe de taux constituent généralement des signes avant-coureurs d'une remontée des taux d'intérêt. Dès lors, il convient selon nous de raccourcir la duration obligataire.

Obligations émergentes

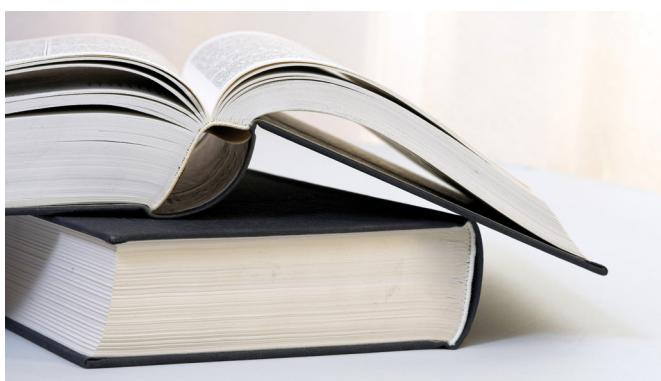
- Des facteurs structurels défavorables (comme un taux d'endettement plus élevé et un potentiel de croissance qui s'amenuise dans beaucoup de pays en développement, ou encore les tendances protectionnistes aux États-Unis) ont assombri les perspectives à plus long terme pour les emprunts d'États émergents.
- 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.
- Contrairement à de nombreux pays développés, les rendements réels des emprunts d'État émergents libellés en devise locale restent en moyenne très 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 légèrement surévaluées sur la base des taux de défaut historiques.

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.
- Le 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.
- En termes de différentiels de taux d'intérêt, la livre sterling affiche une valorisation raisonnable. Au vu de l'ampleur du déficit de la balance des paiements au Royaume-Uni et potentiellement même du recul des flux d'investissement, le risque d'un nouveau fléchissement 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.