

Revue des marchés

L'automne sonne à la porte

Cette année, l'automne devrait se faire résolument sentir, et ce, bien au-delà des seuls aspects climatiques. La saison semble souffler des nuages sombres et des bourrasques de vent froid (sous la forme d'une volatilité accrue) dans notre direction. Ces conditions difficiles sont attisées par la combinaison de multiples risques politiques et de l'impact marqué du protectionnisme américain sur l'économie réelle et les marchés financiers mondiaux. Ces difficultés concernent notamment les points suivants :

- Les **perspectives économiques** : alors que la croissance mondiale est restée synchronisée en 2017, l'environnement a été bien plus contrasté ces derniers mois. L'économie mondiale reste dans une phase de fin de cycle, marquée par une croissance légèrement supérieure à son potentiel et une **inflation orientée progressivement à la hausse**, tandis que les principales banques centrales poursuivent la normalisation de leur politique monétaire. Cependant, les perspectives économiques sont pénalisées par une série de difficultés (géo)politiques, dont l'émergence d'une guerre commerciale déclenchée par les États-Unis et la menace d'un Brexit dur. En conséquence, les risques baissiers qui pèsent sur le fragile environnement actuel, qualifié de « Goldilocks », ont significativement augmenté, sur fond de ralentissement de la dynamique économique ainsi que de creusement des écarts de croissance, et ce, malgré la vigueur des indicateurs aux États-Unis.
- **Italie** : les marchés sont certes préoccupés par l'essoufflement de la croissance, mais ils scrutent également avec une certaine nervosité l'évolution des négociations entre Rome et Bruxelles concernant la question du budget italien. En effet, le pays souhaite relever le déficit budgétaire à 2,4% du PIB, ce qui est contraire aux exigences de l'Union européenne (UE). Le rebond de croissance qui en résulterait ne serait que temporaire et, qui plus est, inférieur à ce que le gouvernement a pu laisser entendre. Ces éléments ont ravivé les craintes quant à la soutenabilité de la dette publique italienne, poussant les primes de risque



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital Markets
& Thematic Research

Les incertitudes devraient continuer d'alimenter la volatilité et le mois de novembre pourrait souffler un vent d'automne sur les marchés.

Au 26/10/18

Indices actions		Taux d'intérêt en %	
CAC 40	5 024	États-Unis	3 mois 2,52
BEL 20	3 435		2 ans 2,85
FTSE 100	7 076		10 ans 3,13
Euro Stoxx 50	3 176	Zone euro	3 mois -0,32
S&P 500	2 659		2 ans -0,61
Nasdaq	7 167		10 ans 0,40
Nikkei 225	21 150	Japon	3 mois 0,07
Hang Seng	24 812		2 ans -0,13
KOSPI	1 996		10 ans 0,11
Bovespa	85 720	Matières premières	
			Pétrole (Brent, en USD/baril) 77,1
Devises			
USD/EUR	1,135		

Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

entre les obligations italiennes à 10 ans et leurs équivalents allemands à plus de 3%, soit un point haut inégalé depuis le T1 2014. En outre, Moody's a abaissé d'un cran la notation de crédit du pays à « Baa3 ».

- **Publication des résultats** : ce facteur pourrait faire pencher la balance en ce qui concerne l'évolution des performances sur les marchés financiers à l'avenir. En effet, les investisseurs devraient en toute vraisemblance suivre de bien plus près l'impact de la détérioration des relations commerciales à travers le monde sur les bénéfices des entreprises. Même aux États-Unis, certaines entreprises ont exprimé des inquiétudes quant à l'augmentation du coût des importations et le ralentissement des exportations. Ce facteur est susceptible d'avoir un impact non négligeable dans la mesure où les bénéfices des entreprises ont été un moteur essentiel de la performance des actions américaines ces dernières années.

Les incertitudes devraient continuer d'alimenter la volatilité et le mois de novembre pourrait souffler un vent d'automne sur les marchés, en particulier si les incertitudes ambiantes venaient à affecter la confiance des entreprises à plus long terme.

Dans un tel contexte, il peut être pertinent de s'assurer que son portefeuille est bien imperméabilisé.

Stefan Scheurer

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- La croissance économique est devenue nettement plus contrastée ces derniers mois. Bien que la croissance reste légèrement supérieure à son potentiel, les risques baissiers se sont démultipliés, et ce, malgré la vigueur des indicateurs américains.
- La remontée progressive de l'inflation laisse penser que les principales banques centrales ne dévieront pas de la normalisation en cours. Il est probable que le nombre de hausses de taux d'intérêt décidé par la Fed au cours des deux prochaines années soit supérieur à celui actuellement intégré par les marchés.
- Les risques géopolitiques restent soutenus, notamment la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, le Brexit, les tensions au Proche-Orient ainsi que la défiance à l'égard de l'Europe et la volonté d'ouvrir les mannes budgétaires affichées par le gouvernement italien..
- Alors que les valorisations des marchés d'actions restent très inégales, la prochaine vague de publication des résultats par les entreprises pourrait faire pencher la balance en termes de performance sur les marchés financiers, en fonction de l'impact sur les bénéfices, et de l'ampleur de celui-ci, résultant de la détérioration des relations commerciales au niveau mondial.
- La gestion active est 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



- La demande locale reste le principal moteur de la croissance économique. Bien que les dépenses des consommateurs restent soutenues par l'excellente situation du marché du travail et par une importante hausse des salaires, les risques baissiers sont récemment remontés en raison de la détérioration du conflit commercial.
- L'indicateur ZEW est ressorti en baisse en octobre, reflétant les négociations relatives au déficit budgétaire italien et la remontée de la volatilité sur les marchés financiers. En complément de la composante actuelle de l'indicateur ZEW, la composante avancée a également fortement chuté de -10,6 points à -24,7 points.
- 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 la récente hausse des incertitudes politiques (Italie) et la lecture plus contrastée des indicateurs économiques actuels, ces chiffres restent néanmoins compatibles avec une croissance économique solide, sur des bases larges et avec des taux de croissance supérieurs au potentiel.
- À la suite de la légère hausse des prix à la consommation, soutenue en partie par le pic des cours du pétrole, et des signes d'un début d'inflation des salaires, les minutes des réunions de la Banque centrale européenne (BCE) signalent toujours un arrêt des achats obligatoires en décembre prochain. Le communiqué a certes souligné que les risques pesant sur les perspectives économiques restent « équilibrés », mais les débats semblent s'être davantage concentrés sur les risques baissiers.
- L'économie britannique se trouve depuis un certain temps déjà dans une phase de ralentissement. Cependant, la vigueur du marché de l'emploi devrait continuer de soutenir la croissance des salaires et de la consommation privée.
- Malgré leur intensité, les négociations entourant le Brexit n'ont pas permis de réaliser une avancée significative. Le rétablissement de la frontière douanière avec l'Irlande du Nord reste la principale pierre d'achoppement dans ce dossier. Le Brexit constitue une source d'incertitude persistante, en particulier compte tenu du fait que la fenêtre d'opportunité pour parvenir à un accord se referme à grande vitesse.
- Sur la base du ratio P/E de Shiller, les valorisations des actions européennes sont légèrement supérieures à leurs moyennes de long terme. Cependant, certains pays périphériques européens comptent toujours parmi les marchés les plus attrayants.

Actions américaines



- La récente série de statistiques économiques ne laisse aucun doute quant à la vigueur de l'économie américaine. Il ressort de la lecture de l'indice ISM que la confiance reste soutenue au sein du secteur manufacturier. L'indice Empire State de la Fed de New York, qui reflète un indicateur régional des directeurs d'achats, ainsi que l'indice de la Philly Fed sont tous deux restés confortablement en territoire positif en octobre.
- Soutenues par la vigueur du marché de l'emploi, la confiance élevée des consommateurs américains et la hausse des salaires dans le pays ont bénéficié aux ventes de détail, qui constituent un moteur traditionnel de l'économie américaine. Cependant, l'indice de confiance des consommateurs publié par l'Université du Michigan a légèrement reculé au cours de la période, même s'il reste sur des niveaux historiquement très élevés.
- Le raffermissement de la consommation privée devrait contribuer à renforcer les anticipations d'une poursuite par la Fed de son cycle de remontée des taux directeurs. La normalisation progressive de la politique monétaire a également été confirmée dans les minutes de la dernière réunion du FOMC.
- Des taux d'intérêt 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.

Actions japonaises



- Après un rebond au deuxième trimestre, l'économie a quelque peu ralenti au troisième trimestre, en raison notamment des distorsions causées par les catastrophes naturelles qui ont frappé le pays. L'économie reste par conséquent sur une trajectoire de croissance relativement étale, malgré un niveau actuellement supérieur à son potentiel.
- La reflation des prix de production reste d'actualité, mais la tendance s'est quelque peu essoufflée concernant les prix à la consommation. En effet, le taux d'inflation sous-jacent reste ancré à 0,4%, mais l'inflation générale annualisée a reculé au cours du mois d'août, passant de 1,3% à 1,2%.
- Face à la faiblesse des pressions inflationnistes, il est très peu probable que la Banque du Japon décide de mettre un terme à sa politique monétaire ultra-accommodante.
- Sur la base de la moyenne du ratio P/E de Shiller à long terme, les actions japonaises seraient quelque peu surévaluées. Les investisseurs exposés aux actions japonaises devraient également rester attentifs à la performance du yen.

Actions émergentes



- Du fait de la hausse des coûts de financement résultant du poids accru de la dette, en particulier la dette libellée en dollar US, les valorisations des actifs émergents sont pénalisées par la remontée des taux d'intérêt, la normalisation des politiques monétaires et la vigueur actuelle du billet vert.
- La croissance économique chinoise s'est affaiblie au troisième trimestre, de 6,7% à 6,5% sur un an, soit un point bas inégalé depuis le premier trimestre 2009. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois, malgré la décision du gouvernement chinois et de la Banque populaire de Chine (PBoC) d'initier des mesures monétaires et d'assouplir davantage la politique budgétaire pour tenter de limiter l'impact négatif sur la croissance locale du conflit commercial avec les États-Unis.
- Malgré la menace d'un ralentissement de la croissance en Russie et au Brésil, l'économie indienne a récemment fait état d'une vigueur étonnante. Cette vigueur intervient en dépit de la forte dépréciation de la roupie ces dernières semaines, qui s'explique principalement par le creusement du déficit commercial, lui-même déclenché par la remontée des prix du pétrole.
- Cependant, les marchés émergents restent attrayants à long terme, compte tenu de leurs niveaux de valorisation intéressants.

Thème d'investissement : Obligations à taux variable

- Le marché obligataire reste surévalué.
- Le pic des injections de liquidité des banques centrales (tel que mesuré par les bilans des principales banques centrales par rapport à la croissance économique mondiale nominale) commence lentement à être dépassé, ce qui pourrait induire des pressions sur les rendements obligataires.
- Dans ce contexte, la bulle de long terme sur le marché obligataire devrait bientôt toucher à sa fin. La reflation, ainsi que le stimulus budgétaire injecté par l'administration Trump amorcé au plus haut du cycle économique actuel, risquent d'induire de nouvelles pressions sur des marchés obligataires déjà surévalués.
- Les obligations à taux variable, dont les rendements s'ajustent à la performance du marché, constituent dès lors un moyen d'éviter le risque de duration tout en générant des performances sur les marchés obligataires.

Obligations européennes



- Dans un contexte marqué par une reprise cyclique et un rebond de l'inflation à moyen terme, la Banque centrale européenne (BCE) mettra très probablement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif (QE) d'ici la fin de l'année. Une première remontée des taux n'est cependant pas attendue avant l'été 2019.
- Dans l'intervalle, la dette des pays de la zone euro devrait continuer de bénéficier de la politique monétaire accommodante de la BCE, bien qu'elle sera pénalisée par la remontée progressive du taux d'inflation et un effet de surévaluation compte tenu des fondamentaux.
- Les obligations des pays périphériques de la zone euro bénéficient toujours de la politique monétaire accommodante de la BCE, mais restent vulnérables aux risques politiques. Ainsi, les événements politiques en Italie et l'approche du Brexit pourraient faire naître des incertitudes et entraîner un repli vers les « valeurs refuges ».

Obligations internationales



- La divergence entre les politiques monétaires reste un réel enjeu, et pas uniquement au sein du marché obligataire. Alors que la Fed devrait relever ses taux dans une mesure supérieure aux niveaux actuellement intégrés par les marchés, la BCE devrait d'abord laisser

son programme d'achat d'actifs toucher à sa fin de sorte à se laisser un peu de temps avant d'engager son premier relèvement de taux.

- La hausse cyclique des taux de rendement des bons du Trésor américain dans ce contexte d'évolution du mix politique (resserrement de la politique monétaire associé à une expansion de la politique budgétaire) devrait se poursuivre, compte tenu principalement des niveaux de valorisation élevés des bons du Trésor américain.
- La tendance à l'aplatissement de la courbe des taux américains devrait persister à moyen terme. Un changement de la politique de réinvestissement de la Fed pourrait néanmoins entraîner des mouvements temporaires de pentification.

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, ainsi que des tendances protectionnistes aux États-Unis) ont assombri les perspectives à long terme pour les emprunts d'États émergents.
- L'économie s'est quelque peu essoufflée au cours des derniers mois, ce qui pourrait freiner une reprise durable. Cet environnement a été exacerbé par les craintes des investisseurs et les incertitudes entourant l'envolée des tensions commerciales.
- Bien que la classe d'actifs puisse faire les frais des anticipations d'un resserrement de la politique monétaire à moyen terme, cet impact négatif devrait néanmoins être compensé par les niveaux de valorisation relativement bon marché de ces actifs et le positionnement plus prudent des investisseurs internationaux.

Obligations d'entreprises



- Dans un contexte tendu, les obligations investment grade et les titres high yield (c'est-à-dire des obligations d'entreprises moins bien notées) balancent entre, d'une part, une politique monétaire accommodante et des indicateurs de crédit solides et, d'autre part, un environnement microéconomique compliqué et des valorisations ambitieuses.
- Les primes de risque (spreads) des obligations américaines high yield restent bien étayées, sur la base des fondamentaux et données de marché actuels. Les obligations d'entreprises bénéficiant d'une bonne notation (investment grade) sont en revanche modérément surévaluées.
- Compte tenu de nos modèles internes de valorisation basés sur les fondamentaux et les données de marché, les niveaux actuels des primes de rendement sur les segments du crédit investment grade et high yield en EUR sont justifiés d'un point de vue cyclique.

Devises

- Le dollar américain devrait s'affaiblir à moyen terme, sous l'effet cumulé des niveaux de valorisation élevés et de la hausse anticipée du double déficit (hausse du déficit budgétaire associé à un creusement du déficit de la balance courante). À court terme, cependant, la remontée des taux d'intérêt de la Fed se traduira par un raffermissement du dollar US.
- Les devises émergentes ont dévissé en raison de la remontée des taux d'intérêt américains après des années de flux d'investissement massifs. Ce constat vaut particulièrement pour les pays qui se caractérisent par une surchauffe de leur marché immobilier, une vive hausse de l'endettement privé et une dépendance à l'investissement étranger (couplée à des balances courantes déficitaires).
- Le ralentissement de la dynamique de croissance, la faiblesse structurelle de la balance commerciale et le récent assouplissement de la politique monétaire sont autant de facteurs susceptibles de maintenir une pression baissière sur le renminbi. Avec la réintroduction des « facteurs contre-cycliques », la Banque populaire de Chine cherche non seulement à limiter la volatilité de sa devise, mais également à stabiliser le renminbi.



Source des données – sauf indication contraire : Thomson Reuters

Mentions légales

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main, Germany

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st)

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.