

Revue des marchés

Espoir

En ce début d'année 2021, les campagnes de vaccination contre le Covid-19 ont commencé aux quatre coins du monde, à un rythme certes très différent d'une région à l'autre et que l'on souhaiterait plus rapide, mais la machine est bel et bien lancée. Il est donc permis d'espérer une fin prochaine à la crise sanitaire.

L'espoir est également de mise sur le plan économique, malgré un tableau ici aussi hétérogène. En décembre, notre agrégat économique élargi a enregistré sa septième hausse mensuelle consécutive, sous l'effet principalement de la Chine et d'autres économies asiatiques, ainsi que de l'industrie manufacturière. En revanche, les données macroéconomiques pour les États-Unis et le Royaume-Uni se sont affaiblies, notamment en raison de l'impact négatif de la pandémie. Dans la zone euro, une poursuite de la récente amélioration inattendue des statistiques semble peu probable à court terme compte tenu du durcissement des mesures de confinement. Dans ce contexte, l'évolution des performances de l'économie mondiale prendra selon nous la forme d'une vague : la croissance devrait être inférieure à son potentiel au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021, avant de repasser au-dessus durant le reste de l'année, parallèlement à l'avancée des campagnes de vaccination. Dans l'ensemble, le scénario de croissance s'apparente toujours à une « racine carrée ».

Les banques centrales du monde entier déploient quant à elles tous les moyens disponibles pour atténuer les répercussions économiques et financières du choc de l'offre et de la demande. De concert avec l'effort budgétaire des gouvernements, elles s'efforcent de relancer l'économie mondiale, ce qui laisse raisonnablement espérer que la déflation puisse être évitée. Cette situation a cependant un coût, notamment pour les bons du Trésor américain, les échéances les plus longues ayant augmenté parallèlement à la hausse des prévisions d'inflation. Mais la fin de la deuxième vague de répression financière n'est pas pour demain. D'autant plus que les banques centrales rachètent des emprunts d'État à tour de bras. La domination budgétaire de la politique monétaire devient de plus en plus évidente. Rien qu'en 2020, la



Dr Hans-Jörg Naumer
Director,
Global Capital
Markets & Thematic
Research

Les banques centrales du monde entier, de concert avec l'effort budgétaire des gouvernements, s'efforcent de relancer l'économie.

Au 29/01/2021

Indices actions		Taux d'intérêt en %	
CAC 40	5 399	États-Unis	3 mois 0,21
FTSE 100	6 407		2 ans 0,13
Euro Stoxx 50	3 481	10 ans 1,06	
S&P 500	3 714	Zone euro	3 mois -0,54
Nasdaq	13 071		2 ans -0,73
Nikkei 225	27 663	10 ans -0,57	
Hang Seng	28 284	Japon	3 mois 0,08
KOSPI	2 976		2 ans -0,12
Bovespa	115 068	10 ans 0,02	
Devises		Matières premières	
USD/EUR	1,214	Pétrole (Brent, en USD/baril)	56,0

Banque d'Angleterre (BoE), la Réserve fédérale (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) ont acheté 50 %, 57 %, 71 % et 75 %, respectivement, de l'ensemble des titres souverains émis à partir de février. Et ainsi se poursuit la quête de rendement.

Dans l'espoir d'une saison des dividendes réjouissante,

Dr Hans-Jörg Naumer

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Les valorisations des actions varient d'une région à l'autre, avec des niveaux particulièrement élevés dans certains cas (États-Unis). Si l'on se fonde sur la théorie de l'historien de l'économie Charles Kindleberger, plusieurs des critères attestant de l'existence d'une bulle sont réunis, mais pas tous. À en juger par le nombre d'occurrences du terme « boom » ou de notions connexes dans l'actualité, notamment sur Bloomberg, le scénario d'une forte reprise économique est encore sur toutes les lèvres.
- Il convient par ailleurs d'envisager les rapports de valorisation à l'aune des rendements faibles/négatifs offerts par les obligations.
- L'économie mondiale est sur la voie de la reprise, même si celle-ci ne sera pas sans écueils. La politique monétaire et budgétaire apporte à cet égard un soutien considérable, sans hésiter à se montrer plus expansionniste si nécessaire.
- Les investisseurs internationaux disposent de liquidités importantes à en juger par les entrées de capitaux cumulées dans les fonds du marché monétaire depuis le début de la pandémie et devraient continuer de se montrer enclins au risque dans leur quête de rendement, en partie afin d'échapper au contexte de taux d'intérêt bas/négatifs.
- Dans l'ensemble, une surpondération des actions par rapport aux obligations se justifie tout à fait.

Actions

- Les anticipations relatives aux bénéfices des entreprises sur les 12 prochains mois sont ambitieuses, mais pas excessives. La tendance en matière de révisions des bénéfices est positive, les analystes ayant bien davantage revu leurs prévisions à la hausse qu'à la baisse au cours des dernières semaines. Ce constat ne se limite pas à quelques secteurs, il est relativement généralisé.
- Les valorisations, en revanche, divergent fortement d'un secteur à l'autre. Alors que les valeurs technologiques font la course en tête, les secteurs de la finance et des services aux collectivités, entre autres, sont à la traîne.
- Les niveaux de couverture, mesurés par les ratios put-call sur le marché des options, reflètent un optimisme élevé de la part des investisseurs, suggérant une certaine fragilité du marché actions sur le plan technique. En outre, selon l'American Association of Individual Investors, une proportion accrue d'investisseurs se trouvent déjà dans le camp des « haussiers ».
- Le thème de la durabilité est désormais incontournable dans le cadre de toute décision d'investissement à long terme. Les investisseurs ont de bonnes chances de prospérer s'ils tiennent compte des critères ESG dans leurs décisions.

Obligations

- Malgré la reprise progressive de l'économie mondiale dans le sillage de la pire récession enregistrée depuis la Seconde Guerre mondiale, les banques centrales conservent une politique monétaire extrêmement accommodante afin de limiter les dommages économiques à long terme provoqués par la pandémie. Si cette situation, conjuguée à l'impulsion désinflationniste persistante, est pour le moment favorable aux marchés des emprunts d'État (core), son impact positif pourrait se dissiper dans le courant de l'année à mesure que le choc de la pandémie s'estompe et qu'une « reflation » progressive s'installe (retour à une dynamique inflationniste saine qui préserve l'économie mondiale de la déflation).
- Dans ce contexte, les rendements des emprunts d'État devraient globalement se maintenir à de faibles niveaux dans les prochains mois, malgré une hausse modérée des rendements à long terme (à partir des États-Unis).
- Les facteurs cycliques laissent entrevoir une poursuite de la tendance à la pentification des courbes de taux souverains aux États-Unis et dans la zone euro à moyen terme.
- Les obligations d'État des pays périphériques continuent de bénéficier des achats massifs de la BCE et des premiers pas vers une politique budgétaire européenne commune (« Fonds de relance »), qui devraient permettre d'amortir les revers potentiels liés aux risques budgétaires croissants, aux conséquences récessionnistes de la pandémie et à la faiblesse des économies nationales.
- Bien que les fondamentaux des obligations d'entreprises (*investment grade* comme *high yield*) restent sous tension en raison de la fragilité de l'environnement économique, de la hausse des taux de défaillance et d'un endettement important (en particulier aux États-Unis), cette situation devrait pour le moment être compensée par le soutien monétaire continu des banques centrales, en particulier pour le segment *investment grade*.
- Les obligations émergentes libellées en devises fortes et en devises locales demeurent vulnérables en raison de l'impact économique et financier de la pandémie. Cependant, la « quête de rendement » continue d'insuffler une dynamique favorable, surtout pendant les phases de baisse de la volatilité. D'un point de vue fondamental, les pays émergents asiatiques devraient toujours se montrer les plus robustes.

Devises

- À l'aune par exemple du taux de change pondéré en fonction des échanges, le dollar américain semble toujours surévalué par rapport aux devises des marchés développés et émergents.
- La politique monétaire de la Fed, qui reste nettement plus expansionniste que celle des autres banques centrales, devrait continuer de jouer en sa défaveur. La poursuite des mesures de relance budgétaire devrait en outre exercer une pression supplémentaire sur le déficit budgétaire, alors que s'amenuise dans le même temps la perspective d'une « surperformance » économique par rapport à d'autres pays.
- Par ailleurs, durant les périodes de reprise économique mondiale, le billet vert se déprécie généralement à mesure que la fuite vers les « valeurs refuge » s'estompe.
- Dans l'ensemble, il est recommandé de sous-pondérer le dollar américain.

Matières premières

- Initialement, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et d'autres pays producteurs de pétrole, dont la Russie (OPEP+), devaient porter les réductions de production à 5,8 millions de barils par jour à partir de janvier, contre 7,7 millions de barils par jour auparavant. Mais l'OPEP+ entend désormais augmenter la production de 500 000 barils par jour à partir de janvier 2021, face à un optimisme économique prudent. Les réductions porteront donc sur 7,2 millions de barils par jour.
- Selon l'organisation, la demande de pétrole ne devrait se redresser que lentement en 2021 en raison de nouvelles mesures de confinement en Europe et aux États-Unis et d'un ralentissement de la reprise économique. Du côté de l'offre, certains pays (comme la Libye et l'Iran) pourraient augmenter leurs volumes de production, ce qui, combiné au niveau élevé des stocks mondiaux, pourrait faire pression sur les prix.
- En conséquence, la situation d'offre excédentaire de pétrole devrait perdurer, bien que des nouvelles positives concernant les vaccins potentiels contre le Covid-19 aient ravivé l'optimisme sur le marché du pétrole. Cela devrait permettre de stabiliser la demande, en particulier au cours du second semestre 2021.
- En règle générale, la dépréciation du dollar américain soutient les prix des matières premières, car elles se négocient dans cette devise et devraient donc s'échanger à un prix plus élevé en dollars.

Thème d'investissement : La quête de rendement reste d'actualité

- Comme le montre notre récente étude, les dividendes contribuent à stabiliser la performance globale durant les années caractérisées par une évolution négative des cours. Ils permettent de compenser partiellement ou totalement les pertes enregistrées par les actions lors de telles années.
- Sur la période allant de début 1975 à fin 2020, environ 35 % du rendement total annualisé de l'indice MSCI Europe était imputable aux dividendes. Même constat dans d'autres régions, à l'instar de l'Amérique du Nord (MSCI North America) ou de l'Asie-Pacifique (MSCI Pacific), où les dividendes ont contribué à hauteur de 26 % et 36 % respectivement à la performance globale.
- Les dividendes fluctuent moins que les bénéfices des entreprises, comme le montrent clairement nos calculs internes. Une comparaison des dividendes et des bénéfices des entreprises composant l'indice S&P 500 depuis 1960 révèle que les bénéfices ont subi des fluctuations beaucoup plus importantes que les dividendes. La volatilité des bénéfices a été particulièrement prononcée au cours des 10 dernières années. Elle s'est élevée à près de 25 % en rythme annualisé, soit beaucoup plus que les fluctuations d'un peu plus de 4 % par an affichées par les dividendes.
- En pleine deuxième vague de **répression financière**, les dividendes devraient jouer un rôle majeur dans le cadre de la quête de rendement dans un contexte de taux d'intérêt durablement bas/négatifs.



Source des données – sauf indication contraire : Thomson Reuters

Mentions légales

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

Dr 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 tout 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.