

# Revue des marchés

## Dans le feu de l'action

Un an après l'impressionnante déferlante de la pandémie de coronavirus sur les marchés financiers, le bilan pour les investisseurs les plus audacieux est plus que positif : de nombreux indices actions (notamment en dehors de l'Europe), le pétrole et les métaux industriels ayant valeur d'indicateurs tels que le cuivre ou l'aluminium se négocient parfois à des niveaux largement supérieurs à ceux de la mi-février 2020.

Sur certains segments des marchés financiers, le qualificatif de « positif » est bien en deçà de la vérité : les actions de jeunes sociétés technologiques américaines et les cryptomonnaies les plus suivies ont connu une ascension fulgurante, soutenues par des attentes bénéficiaires exubérantes pour les premières et par l'espoir accru d'une montée en puissance pour les secondes, autant de signes d'une surchauffe croissante chez certains acteurs du marché.

Dans le même temps, les esprits s'échauffent également sur le front macroéconomique. Alors que le soutien énergétique et coordonné des politiques monétaires et budgétaires a permis d'atténuer les répercussions de la crise sanitaire, la question se pose aujourd'hui de savoir dans quelle mesure la relance est encore nécessaire alors qu'une normalisation de l'activité économique se profile à mesure que progressent les programmes de vaccination. Si la nouvelle administration américaine parvient à faire adopter son programme de relance annoncé de 1 900 milliards de dollars, le soutien budgétaire apporté à l'économie en réponse à la crise sanitaire représenterait au total près de 25 % du produit intérieur brut dégagé dans des circonstances normales. On pourrait s'inquiéter, non sans raison, d'une surchauffe temporaire de l'économie, surtout si la fin du confinement libère le pouvoir d'achat supplémentaire accumulé par les ménages américains durant la crise sanitaire, estimé à 1 600 milliards de dollars.

Les craintes de flambée inflationniste qui y sont liées ont récemment perturbé les marchés obligataires, entraînant une hausse notable des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans. Mais pour l'instant, cette évolution devrait plutôt être

### Au 26/02/2021

Indices actions		Taux d'intérêt en %		
CAC 40	5 703	États-Unis	3 mois	0,19
FTSE 100	6 483		2 ans	0,17
Euro Stoxx 50	3 636		10 ans	1,50
S&P 500	3 811	Zone euro	3 mois	-0,54
Nasdaq	13 192		2 ans	-0,65
Nikkei 225	29 664		10 ans	-0,26
Hang Seng	28 980	Japon	3 mois	0,08
KOSPI	3 013		2 ans	-0,12
Bovespa	110 035		10 ans	0,14
<b>Devises</b>		<b>Matières premières</b>		
USD/EUR	1,212	Pétrole (Brent, en USD/baril)		66,1

considérée comme le signe d'une confiance accrue dans la normalisation de l'activité économique. Les banques centrales ont affirmé leur intention de maintenir le cap de leur politique monétaire accommodante, même si l'activité économique devrait sensiblement se redresser pendant l'année.

Il convient de noter que la crainte d'une surchauffe économique ne concerne pour l'instant que les États-Unis. Ces préoccupations semblent lointaines en Europe continentale compte tenu du taux d'utilisation des capacités et de la progression poussive de la campagne de vaccination au premier trimestre 2021.

Dans l'ensemble, l'environnement de taux bas et la quête de rendement devraient rester d'actualité.

Gardez la tête froide,

Stefan Rondorf



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist,  
Global Economics &  
Strategy

**Les banques centrales ont affirmé leur intention de maintenir le cap de leur politique monétaire accommodante, même si l'activité économique devrait sensiblement se redresser pendant l'année.**

## Focus sur les marchés

### Allocation tactique actions et obligations

- Même si le prolongement des mesures de confinement freine actuellement la conjoncture, les statistiques économiques continuent de surprendre positivement dans l'ensemble, notamment aux États-Unis, mais aussi en Asie. Sur le plan sectoriel, la situation est contrastée : le secteur manufacturier poursuit sa reprise, tandis que les services restent à la traîne.
- La résurgence des craintes inflationnistes pourrait affecter davantage les emprunts d'État que les actions, car au final, ces dernières reflètent une partie du capital productif réel, lequel gagne de la valeur en période d'inflation. Mais sur les marchés actions, une correction pourrait guetter certains segments actuellement en surchauffe, notamment les valeurs technologiques américaines.
- Si l'on observe des valorisations ponctuellement excessives sur les marchés actions, les emprunts d'État internationaux peuvent être globalement considérés comme surévalués.
- 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, notamment pour échapper au contexte de taux d'intérêt bas/négatifs.
- Dans l'ensemble, le maintien de la surpondération des actions par rapport aux obligations se justifie tout à fait, même si la prudence reste de mise.

### Actions

- Même si le marché actions américain présente des valorisations élevées, voire des signes de surchauffe évidents sur certains segments, et que l'on observe une intensification des volumes d'échanges et des émissions de véhicules d'investissement non transparents tels que les SPAC (« Special Purpose Acquisition Companies »), aucune tendance à la formation de bulles ne se dessine pour l'instant sur les places boursières internationales.
- Plus les programmes de vaccination progresseront, plus la perspective d'une réouverture de l'économie se précisera, et plus les investisseurs devraient se tourner vers les entreprises qui ont le plus souffert de la pandémie. Les grands gagnants de la tendance « stay-at-home » (autrement dit, du confinement) devraient perdre de leur superbe.
- Les investisseurs en actions devraient se préparer psychologiquement à une poussée de l'inflation et surtout à de plus fortes fluctuations des taux d'inflation. Historiquement, l'augmentation de la volatilité de l'inflation a toujours freiné la valorisation des actions. Les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix élevé devraient pouvoir compenser en partie ce phénomène par l'amélioration de leur dynamique bénéficiaire.
- 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 intègrent des critères ESG dans leur allocation d'actifs.

### Obligations

- Si les rendements des emprunts d'État ont dans un premier temps augmenté sous l'effet de la normalisation des prévisions d'inflation (augmentation des points morts d'inflation), les rendements réels leur ont récemment emboîté le pas. Par ailleurs, les investisseurs obligataires exigent à nouveau une rémunération accrue en contrepartie des risques de fluctuation des taux d'intérêt (primes de terme).
- Mais dans l'ensemble, les rendements américains restent historiquement bas et vulnérables à un scénario de reprise économique rapide et de volatilité accrue des taux d'inflation. Toutefois, les banques centrales n'ont aucun intérêt à ce que les conditions financières se dégradent brutalement. Et si elles ont le moindre doute, elles ne se contenteront pas d'interventions verbales.
- Les facteurs cycliques laissent entrevoir une poursuite de la tendance à la pentification des courbes de taux souveraines aux États-Unis et dans la zone euro.
- Les emprunts d'État des pays périphériques continuent de bénéficier des achats massifs de la Banque centrale européenne (BCE) et des premiers pas vers une politique budgétaire européenne commune (« Fonds de relance »). La formation de la nouvelle coalition gouvernementale en Italie y contribue, malgré une conjoncture encore fragile dans cette région.
- Les fondamentaux des obligations d'entreprises (investment grade comme high yield) pourraient progressivement s'améliorer. Plus les perspectives de réouverture des économies s'améliorent et se rapprochent, plus les risques de crédit sont évalués à la baisse. Les obligations investment grade continuent de bénéficier

des achats massifs des banques centrales, mais pourraient être pénalisées par la hausse des rendements souverains.

- La dette émergente devrait encore profiter de la « quête de rendement », qu'elle soit libellée en devise locale ou en devise forte (dollar américain par exemple). Sur le plan conjoncturel, les pays émergents asiatiques devraient toujours se montrer robustes. Les conditions financières devraient s'améliorer pour les pays exportateurs de matières premières.

### Devises

- Le dollar américain devrait continuer de se déprécier légèrement dans un contexte de propension au risque accrue et d'accélération générale de la croissance. Ces derniers temps, le renforcement notable de la dynamique conjoncturelle américaine et l'augmentation modérée des taux réels américains, qui a permis au dollar de regagner en attractivité par rapport aux autres grandes devises, ont freiné la trajectoire baissière du billet vert.
- Mais la politique monétaire de la Fed reste nettement plus expansionniste que celle des autres banques centrales. De nouvelles mesures de relance budgétaire devraient alourdir le déficit budgétaire des États-Unis, voire stimuler l'inflation, ce qui, d'un point de vue historique, a tendance à déprécier la monnaie. Dans l'ensemble, il est donc recommandé de sous-pondérer légèrement le dollar américain.
- La hausse des prix des matières premières renforce l'attrait de devises telles que la couronne norvégienne ou le dollar australien.
- La progression rapide du programme de vaccination au Royaume-Uni et la faible probabilité d'une introduction de taux négatifs par la Banque d'Angleterre ont soutenu la livre sterling. Mais celle-ci reste légèrement sous-évaluée et pourrait pâtir des conséquences durables du Brexit.

### Matières premières

- De nombreuses matières premières, métaux industriels en tête, ont profité de l'environnement reflationniste. En particulier, le cuivre a été soutenu par une demande chinoise soutenue, des ruptures d'approvisionnement isolées et l'optimisme structurel entourant la hausse de la production de véhicules électriques.
- L'espoir d'une hausse de la demande de pétrole après la réouverture des économies a récemment alimenté un rebond des marchés pétroliers auquel est venue s'ajouter une vague de froid dans certains bassins d'extraction américains. Mais actuellement, l'OPEP+ s'attend à une reprise de la demande plutôt lente en raison des mesures de confinement qui s'éternissent en Europe et dans le reste du monde. À cela s'ajoute le fait que, du côté de l'offre, certains pays (comme la Libye et l'Iran) pourraient augmenter leurs volumes de production.
- En revanche, l'or a pâti de l'appétit pour le risque accru des investisseurs, mais pourrait opérer un retour en force dans un environnement d'incertitude concernant l'évolution de l'inflation.
- En règle générale : la dépréciation du dollar américain soutient traditionnellement 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 une étude interne, 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](http://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](http://www.bafin.de)). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite.