

# Revue des marchés

## Marchés gonflés, craintes excessives ou simple inflation ?

Avec l'arrivée du printemps, on observe une **nette embellie conjoncturelle à l'échelle mondiale**. Plusieurs facteurs laissent entrevoir des taux de croissance élevés, supérieurs au niveau potentiel, aux deuxième et troisième trimestres 2021 : la baisse du nombre d'infections grâce à la progression des campagnes de vaccination (quoiqu'à des rythmes différents) et aux températures plus douces dans l'hémisphère nord, l'assouplissement progressif des restrictions liées à la pandémie, ainsi que le maintien des mesures de soutien. Les effets de la plus profonde récession depuis la Seconde Guerre mondiale s'estompent peu à peu.

**Ces facteurs de soutien** cycliques attendus **devraient s'avérer favorables pour les bénéfices des entreprises** et, partant, les marchés actions, ce qui devrait susciter un optimisme printanier chez les investisseurs. La croissance des bénéfices est un indicateur important pour les marchés boursiers, notamment dans le sillage des fortes hausses de prix observées ces derniers mois.

Dans ce contexte, « **l'exceptionnalisme américain** » transparaît de plus en plus clairement. En Chine, la croissance a depuis longtemps renoué avec les niveaux antérieurs au repli de début 2020, mais les indicateurs du climat économique signalent désormais un ralentissement de la reprise. Dans la zone euro, la récente hausse du nombre de cas de coronavirus et la lenteur de la campagne vaccinale freinent l'embellie conjoncturelle anticipée. Aux États-Unis, en revanche, la progression rapide de la vaccination et le **plan de relance budgétaire de plus d'un milliard de dollars** annoncé par Joe Biden dynamisent les perspectives économiques. Sur fond de conjoncture mondiale globalement favorable, l'économie américaine devrait enregistrer au cours des prochains trimestres une croissance supérieure à celle des autres pays du G4 et de nombreux pays émergents. Si les prévisions de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui table sur une croissance du PIB de 6,5 % en 2021, se concrétisent, il s'agirait d'un niveau jamais observé depuis 1984.

Inquiets, les investisseurs se demandent toutefois **si l'inflation pourrait se réveiller de sa longue hibernation**. Alors que les pressions sur les prix s'étaient fortement atténuées pendant la pandémie en raison de la chute des cours du pétrole et d'une demande nettement plus faible, les taux d'inflation pourraient

### Au 26/03/2021

Indices actions		Taux d'intérêt en %			
CAC 40	5 994	<b>États-Unis</b>	3 mois	0,19	
FTSE 100	6 717		2 ans	0,13	
Euro Stoxx 50	3 872		10 ans	1,61	
S&P 500	3 975	<b>Zone euro</b>	3 mois	-0,54	
Nasdaq	13 139		2 ans	-0,70	
Nikkei 225	29 385		10 ans	-0,43	
Hang Seng	28 338	<b>Japon</b>	3 mois	0,08	
KOSPI	3 041		2 ans	-0,13	
Bovespa	114 781		10 ans	0,08	
<b>Devises</b>		<b>Matières premières</b>			
USD/EUR	1,178	Pétrole (Brent, en USD/baril)			64,6

dépasser 3 % aux États-Unis et 2 % dans la zone euro vers la mi-2021.

La hausse du risque d'inflation pourrait à son tour forcer les banques centrales à mettre un terme à leur politique monétaire ultra-accommodante bien plus tôt que prévu. La fin possible des achats d'obligations par la Fed continuera probablement de peser sur le marché obligataire dans les mois à venir. S'agissant des classes d'actifs plus risquées, **une légère hausse des rendements** portée par la croissance économique est favorable, mais on ne peut pas en dire autant d'une hausse rapide et brutale des taux d'intérêt (réels).

N'oublions toutefois pas qu'à court terme, ce sont avant tout des **facteurs spéciaux de courte durée** qui laissent présager une hausse sensible des taux d'inflation dans les mois à venir, notamment des effets de base significatifs (par rapport au marasme économique de 2020), une augmentation des prix des matières premières, d'importants effets de rattrapage dans la consommation privée et d'éventuels goulots d'étranglement dans le secteur des services à la suite d'un assouplissement des règles de distanciation physique et des restrictions des contacts sociaux. Par le passé, les banques centrales ont fait fi des regains d'inflation temporaires.

Il n'est toutefois pas certain que la tendance reflationniste observée cette année se maintiendra. La Fed s'attend à ce que son indicateur préféré de l'évolution des prix retombe à 2,0 % en 2022 et elle n'anticipe aucune hausse des taux d'intérêt avant 2023. Dans la zone euro, l'inflation devrait encore rester bien en deçà de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE) en 2022 (projection de la BCE : 1,2 %). Un scénario de revirement rapide de la politique monétaire n'est dès lors pas encore en vue.

Portés par les États-Unis, les marchés financiers sont donc actuellement **tiraillés** entre, d'un côté, un environnement macroéconomique favorable et, de l'autre, les craintes croissantes d'un tarissement progressif du soutien monétaire.

Ann-Katrin Petersen



**Ann-Katrin Petersen**  
Investment Strategist,  
Global Economics &  
Strategy

**« Par le passé, les banques centrales ont fait fi des regains d'inflation temporaires. »**

## Focus sur les marchés

### Allocation tactique actions et obligations

- Avec l'arrivée du printemps, on observe une nette accélération conjoncturelle à l'échelle mondiale, en particulier aux États-Unis, avec des taux de croissance supérieurs au niveau potentiel aux deuxième et troisième trimestres. La reprise attendue dans le secteur des services, malmené par la crise, devrait réduire l'écart avec la croissance du secteur industriel.
- 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 devrait 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.
- 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, à une volatilité accrue des taux d'inflation, ainsi qu'à la fin possible des achats d'obligations par la Fed. 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. Lors de sa réunion de mars, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'augmenter le rythme de ses achats d'obligations.
- 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, en particulier à l'extrémité longue.
- Les emprunts 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 »). 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. 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, tend à déprécier la monnaie.
- La probabilité d'une appréciation temporaire du billet vert a toutefois augmenté dans la mesure où les États-Unis bénéficient actuellement d'une conjoncture exceptionnelle (accélération de l'activité économique et différentiel de taux d'intérêt plus important dans l'attente des premières mesures de normalisation de la politique monétaire de la Fed). Compte tenu de ce tableau plus contrasté, un affaiblissement du dollar américain face, par exemple, au dollar canadien exige un positionnement plus sélectif.
- La hausse des prix des matières premières renforce l'attrait de devises telles que la couronne norvégienne et 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 robuste, 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 le redémarrage des économies a alimenté un rebond des marchés pétroliers. Les retards persistants des campagnes de vaccination dans les principales régions importatrices de pétrole, comme l'Europe, devraient toutefois peser sur la demande d'or noir.
- 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. Il est donc de plus en plus probable que l'OPEP+ décide de réduire à nouveau la production en mai.
- L'or a en revanche pâti de l'appétit pour le risque accru des investisseurs, mais le métal précieux, considéré comme une « valeur refuge », 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 : L'essor de la croissance verte

- L'environnement est devenu un bien rare. On le voit non seulement avec le changement climatique, mais aussi avec l'empreinte écologique de l'humanité, qui, d'après les calculs du Global Footprint Network, dépasse la biocapacité de la planète disponible chaque année depuis le début des années 1970.
- Selon les estimations des Nations Unies, 5 000 à 7 000 milliards de dollars d'investissements sont nécessaires chaque année pour réaliser les 17 objectifs de développement durable d'ici 2030.
- Il semble tout à fait possible d'atteindre ce volume d'investissement. À titre de comparaison, les 3 038 signataires de l'initiative PRI (« Principles for Responsible Investment ») gèrent collectivement 103 000 milliards de dollars. Tous se sont engagés à fonder leurs décisions d'investissement sur des critères de durabilité.
- Une nouvelle tendance s'est ainsi développée : investir contre le changement climatique et en faveur du développement durable. En nous appuyant sur la croissance, l'innovation et le mouvement #FinanceForFuture, nous pouvons parvenir à freiner le changement climatique.



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.