

# Revue des marchés

## En quête de sens

Durant les derniers mois, les actions ont bénéficié d'un environnement extrêmement favorable, dans la mesure où les injections de liquidités massives des banques centrales conjuguées à d'importantes mesures de relance budgétaire ont alimenté une dynamique économique vigoureuse. Aujourd'hui, toutefois, à l'heure où le redressement du cycle conjoncturel arrive à maturité, le sentiment émerge que l'environnement de marché pourrait ne pas s'améliorer davantage. La conjoncture marquerait-elle une pause pendant que les marchés cherchent un nouveau sens ?

Récemment, l'accélération sensible de l'économie mondiale attendue pour l'été 2021 a repris son cours. Indépendamment de l'« exception américaine », de nombreux autres pays développés ont en effet enregistré eux aussi une croissance robuste, en particulier dans la zone euro, grâce à la baisse des taux de contamination et aux assouplissements en découlant. À l'inverse, certains pays émergents ont souffert d'âpres déconvenues face à la persistance des difficultés liées à la pandémie. Même si, selon toute vraisemblance, la dynamique conjoncturelle évoluera différemment d'un pays à l'autre au cours des prochains mois, les disparités régionales et sectorielles devraient selon nous s'aplanir progressivement d'ici la fin de l'année.

Les indices des directeurs d'achat, y compris l'indice IFO du climat des affaires si important pour l'Allemagne, sont déjà orientés en ce sens, laissant entendre qu'à partir du second semestre, le secteur des services, encore plongé dans le tumulte, pourrait devancer le secteur manufacturier, déjà en plein boom. Sous l'effet conjugué de la progression régulière de la vaccination, de la levée progressive des mesures de confinement, de la concrétisation de la demande latente et d'une politique monétaire et budgétaire toujours aussi accommodante, l'essor de l'économie mondiale pourrait dépasser 6 % sur l'ensemble de l'année 2021, soit la plus forte hausse depuis plus de quatre décennies.

Eu égard aux attentes déjà très élevées, il ne subsiste cependant qu'une place de plus en plus exiguë pour les bonnes surprises et le risque de correction, en particulier sur les marchés d'actions américains, paraît s'exacerber. D'autant que le débat sur un « tapering », c'est-à-dire une réduction progressive des flots de liquidités injectés par la Réserve



**Stefan Scheurer**  
Director,  
Global Capital Markets  
& Thematic Research

**Sous l'impulsion de la Fed, les banques centrales du G10 pourraient dans l'immédiat s'en tenir à leur ligne de conduite actuelle et rester impassibles face aux soubresauts passagers de la demande.**

### Au 31/05/2021

Indices actions		Taux d'intérêt en %		
CAC 40	6 482	<b>États-Unis</b>	3 mois	0,13
FTSE 100	7 076		2 ans	0,14
Euro Stoxx 50	4 073		10 ans	1,59
S&P 500	4 204	<b>Zone euro</b>	3 mois	-0,54
Nasdaq	13 749		2 ans	-0,67
Nikkei 225	28 814		10 ans	-0,18
Hang Seng	29 152	<b>Japon</b>	3 mois	0,07
KOSPI	3 204		2 ans	-0,14
Bovespa	126 216		10 ans	0,08
Devises		Matières premières		
USD/EUR	1,220	Pétrole (Brent, en USD/baril)		69,7

### Lien vers la publication :

[Approche « active » ou « passive » ? – telle est la question](#)

fédérale américaine (Fed), devrait s'intensifier, surtout si la pression inflationniste continue d'augmenter dans les mois à venir. Au niveau de l'offre, la multiplication des goulets d'étranglement et l'allongement des délais de livraison ont fait grimper les prix des intrants et les prix de production aux États-Unis jusqu'aux niveaux record des années 1970 et 1980 – ce qui se répercute de plus en plus sur les consommateurs. Des entreprises ont déjà annoncé des hausses de salaires et, dans le sillage du renchérissement des matières premières, l'évolution des obligations américaines à 10 ans indexées sur l'inflation nourrit les attentes du marché quant à de nouvelles poussées inflationnistes.

Les acteurs du marché continuent de craindre une surchauffe de l'inflation, qui entraînerait un resserrement plus précoce de la politique monétaire mondiale. La volatilité sur les marchés financiers pourrait s'en trouver accrue, et la quête de sens prendre une nouvelle dimension. Dans l'immédiat, cependant, les banques centrales du G10, Fed en tête, pourraient s'en tenir à leur ligne de conduite actuelle et rester impassibles face aux soubresauts passagers de la demande, ce qui devrait apaiser les inquiétudes récentes des investisseurs et, en conjonction avec un environnement économique globalement porteur, étayer les arguments en faveur des actifs risqués – malgré le rebond temporaire de l'inflation et la hausse prévisible de la volatilité.

En vous souhaitant une quête de sens fructueuse,

Stefan Scheurer

## Focus sur les marchés

### Allocation tactique actions et obligations

- Sous l'effet conjugué de la progression régulière de la vaccination, de la levée progressive des mesures de confinement, de la concrétisation de la demande latente et d'une politique monétaire et budgétaire toujours aussi accommodante, l'essor de l'économie mondiale pourrait dépasser 6 % sur l'ensemble de l'année 2021, soit la plus forte hausse depuis plus de quatre décennies.
- Dopés par une conjoncture exceptionnelle aux États-Unis, de nombreux autres pays développés, ainsi que la Chine (malgré un essoufflement de son élan), ont enregistré une croissance robuste. En revanche, certains pays émergents ont souffert de déconvenues face à la persistance des difficultés liées à la pandémie.
- Du fait du redressement économique mondial, les signes d'une pression supplémentaire sur les prix se multiplient. L'augmentation du rendement des emprunts d'État à long terme qui en résulte devrait se poursuivre, ce qui laisse augurer d'une nouvelle pentification de la courbe des taux.
- Les acteurs du marché continuent de craindre une surchauffe de l'inflation, susceptible d'entraîner un resserrement plus précoce de la politique monétaire mondiale, ce qui pourrait perturber le redressement conjoncturel et accroître la volatilité sur les marchés financiers. Les investisseurs, en quête de sens, ont réduit leurs positions haussières le mois dernier. En outre, l'ambiance est moins euphorique et les indicateurs techniques sont dans le flou.
- L'environnement économique, globalement favorable, reste donc propice aux actifs plus risqués, malgré une inflation à la hausse qui n'est certainement que temporaire.
- La collecte des fonds actions au niveau mondial devrait rester stable, tandis que les liquidités en réserve dans des fonds monétaires ou obligataires sont encore abondantes.

### Actions

- Certains indicateurs conjoncturels ont récemment marqué le pas, mais cela n'augure en rien d'un ralentissement significatif. L'activité économique devrait rester solide au second semestre, à la faveur du maintien d'un contexte porteur pour les résultats des entreprises.
- La croissance demeurera supérieure à la moyenne, tandis que les banques centrales resteront sans doute sur la réserve, dans l'hypothèse que les actions continuent de bénéficier d'un solide soutien jusqu'à la fin de l'année.
- Les valorisations intègrent déjà en grande partie les attentes positives, selon des proportions très différentes toutefois selon les régions. Le marché boursier américain affiche des valorisations plus élevées, voire excessives dans certains segments. Dans ce contexte de hausse des valorisations, il convient de privilégier les actions hors États-Unis. Dans la zone euro, le contexte conjoncturel s'améliore à mesure que les cas de Covid-19 diminuent et que la population se montre plus encline à se faire vacciner.
- Les investisseurs se préparent de plus en plus à une hausse de l'inflation. Dans ce cadre, il faut surtout s'attendre à des fluctuations plus marquées des taux d'inflation, qui, historiquement, ont toujours pesé sur les valorisations 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

- Les principales banques centrales poursuivent leur politique expansionniste. Face à la hausse des prévisions d'inflation aux États-Unis, le débat va bon train quant à un scénario de « tapering » en vue de résorber les liquidités injectées sur les marchés via les achats d'actifs de la Fed. La Réserve fédérale américaine pourrait commencer à évoquer une réduction de ses achats d'actifs au troisième trimestre, et les diminuer concrètement à partir du début 2022.
- Toutefois, le Comité de politique monétaire de la Fed a souligné dans son rapport que la pression en termes de coûts que les goulets d'étranglement de l'offre font peser sur les prix à la consommation est à ses yeux passagère. La décision de « tapering » doit également être considérée à la lumière du double mandat de la Fed, qui exige une amélioration « notable » sur le marché du travail américain.
- La Banque centrale européenne (BCE), quant à elle, ne manifeste pour l'heure aucune velléité en ce sens. Elle continue de prôner la prudence et risque de plus en plus de se positionner « en retard sur la courbe », c'est-à-dire de décevoir les attentes du marché. Une inflation supérieure à 2 % semble acceptée : elle ne nécessiterait pas de modifier la politique monétaire conciliante, même après l'expiration du programme de rachat d'obligations d'urgence (« PEPP ») de la BCE.
- Cependant, la hausse des prix des matières premières, la remontée de l'inflation outre-Atlantique et l'amélioration des perspectives économiques au cours des derniers mois ont incité les marchés monétaires à intégrer une réduction des mesures de soutien des banques centrales dans les pays émergents. Certaines banques centrales, notamment au Brésil, en Russie et en Turquie, ont déjà relevé leurs taux – et d'autres pourraient suivre.
- Du fait du redressement économique mondial, les signes d'une pression supplémentaire sur les prix se multiplient. L'augmentation du rendement des emprunts d'État à long terme qui en résulte ne s'arrête pas aux portes de la zone euro : les fluctuations des rendements sont restées

modérées aux États-Unis récemment, de sorte qu'il existe (encore) un potentiel pour une (nouvelle) pentification de la courbe des taux.

- Du côté des obligations d'entreprises, l'activité reste très soutenue sur le marché primaire à l'échelle mondiale. Les primes de risque ont à nouveau légèrement baissé, pour s'établir à des niveaux proches de leurs plus bas historiques. Les obligations high yield restent prisées par les investisseurs en quête de rendements, tandis que les emprunts investment grade continuent de bénéficier d'achats massifs des banques centrales.

### Devises

- Les banques centrales des pays développés devraient privilégier des mesures quantitatives plutôt que d'ajuster leurs taux directeurs. La Bank of Canada et la Bank of England ont annoncé dès avril/mai une réduction de leurs achats d'actifs.
- Cependant, plusieurs banques centrales de pays émergents (notamment au Brésil, en Russie et en Turquie) ont déjà commencé à relever leurs taux directeurs, et d'autres devraient leur emboîter le pas. D'après notre propre indice « Emerging Markets Diffusion Index », en mars/avril, les ajustements de taux ont été globalement positifs pour la première fois depuis début 2019, ce qui pourrait contrecarrer la pression inflationniste, mais pas nécessairement suffire pour que les monnaies concernées échappent aux risques baissiers.
- Le dollar américain devrait continuer de se déprécier légèrement dans un contexte de propension au risque accrue et d'accélération générale de la croissance. Des mesures de relance budgétaire supplémentaires 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.
- Dans ce contexte, un affaiblissement du dollar américain face, par exemple, au dollar australien, au dollar canadien et à la couronne norvégienne, exige un positionnement plus sélectif. Parmi les devises des pays émergents, le peso mexicain (exposition à la croissance des États-Unis) ou le rouble russe (exposition aux matières premières, valorisation attrayante, avantage en termes de taux) pourraient notamment être privilégiés. Si le renminbi chinois continue d'offrir des perspectives relativement solides, il se négocie désormais à un niveau proche de sa juste valeur à long terme après sa performance de l'an dernier.

### Matières premières

- De nombreuses matières premières, métaux industriels en tête, ont profité de l'environnement reflationniste. Le cuivre, en particulier, récolte les fruits de la demande soutenue liée à la relance mondiale. Des ruptures d'approvisionnement, le niveau plancher record des réserves de cuivre et l'optimisme structurel entourant l'augmentation de la production de véhicules électriques jouent également en sa faveur.
- Face à la normalisation croissante des activités économiques sous-jacentes, la demande de pétrole a explosé récemment, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe. La hausse des prix pourrait cependant être freinée par les importantes réserves pétrolières à l'échelle mondiale et les capacités excédentaires de production de pétrole brut. L'OPEP et les pays producteurs qui lui sont associés (OPEP+) joueront un rôle déterminant à cet égard.
- Dans un contexte d'inflation croissante et de rendements réels décroissants, compte tenu également d'un dollar américain structurellement affaibli, l'or, considéré comme une « valeur refuge », pourrait rester bien soutenu tout au long de l'année. La valorisation accrue du métal jaune pourrait néanmoins l'exposer à une correction à court terme.
- 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 : #FinanceForFuture et les critères ESG

- Cette année, le Jour du dépassement (« Earth Overshoot Day »), tel que calculé par le Global Footprint Network, a eu lieu le 22 août 2020. Il marque la date à laquelle l'humanité a consommé l'ensemble des ressources que la planète peut régénérer en un an. En bref, nous vivons au-dessus de nos moyens.
- Selon les estimations de la Banque européenne d'investissement (BEI), 175 à 270 milliards d'euros par an d'investissements sont nécessaires pour permettre à l'Union européenne d'atteindre les trois objectifs climatiques et énergétiques suivants avant 2030 : réduire les émissions de CO2 de 40 % par rapport à 1990 ; réaliser des économies d'énergie à hauteur d'un tiers de la consommation actuelle dans un « scénario de statu quo » ; et couvrir au moins 32 % des besoins de consommation d'énergie grâce aux énergies renouvelables.
- 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 ESG. L'acronyme « ESG » désigne les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.
- Les critères ESG sont intégrés dans un nombre croissant de fonds, rendant ainsi l'investissement durable accessible à tous les investisseurs. Telle est la raison d'être du hashtag #FinanceForFuture.



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.