

Revue des marchés

Un cocktail explosif

Presque deux ans après le début de la pandémie, les marchés financiers se trouvent confrontés à des conditions relevant d'un cocktail explosif : les statistiques conjoncturelles ralentissent dans le sillage des niveaux extrêmes atteints grâce à l'élan du redémarrage des économies, tandis que les taux d'inflation continuent de progresser au-delà des anticipations.

Ces deux phénomènes ont une origine commune : les problèmes de « goulets d'étranglement ». Les taux d'utilisation des capacités des usines diminuent en raison d'une pénurie de produits intermédiaires (et le cas souvent cité des semi-conducteurs n'est qu'un exemple parmi d'autres). Souvent, le délai de mise sur le marché des marchandises produites s'allonge en raison d'un manque de ressources au niveau des transports. Une foule de clients prompts à consommer attend donc des biens dont la quantité se réduit et paye davantage pour les obtenir, de gré ou de force.

La situation se révèle particulièrement tendue sur les marchés de l'énergie, où les prix du gaz naturel se sont fortement accrus alors que les cours pétroliers sont également en hausse. Chacun peut le constater devant sa facture de chauffage ou en faisant le plein. Les coûts de transport augmentent eux aussi.

Ces observations rappellent à beaucoup la « stagflation » des années 1970, mais ce parallèle est-il vraiment approprié à la situation actuelle ? Nous ne le pensons pas, et en voici les deux principales raisons :

- La croissance économique est loin de stagner. Il est vrai que la conjoncture ralentit, mais son rythme reste soutenu. Les modèles usuels n'indiquent pratiquement aucun risque de récession à l'heure actuelle.
- Le choc sur l'offre de pétrole est pour l'instant beaucoup plus modéré que pendant les années 1970. En 1975, la hausse des cours pétroliers sur deux ans atteignait presque 150%, tandis qu'elle n'est actuellement que de 20 à 25%.

Il est à supposer par ailleurs qu'une grande partie des moteurs de l'inflation actuelle continueront de se normaliser courant 2022. Néanmoins, certaines composantes plus statiques du panier d'achat ont affiché une importante progression récemment, à commencer par les prix de la location aux États-Unis.



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist
Global Economics &
Strategy

Nous ne pensons pas que la situation actuelle corresponde au modèle de la « stagflation » des années 1970. La croissance est en effet loin de stagner et la hausse des cours pétroliers est bien moins élevée qu'à cette époque.

Au 29/10/2021

Indices actions		Taux d'intérêt en %		
CAC 40	6 880	États-Unis	3 mois	0,13
FTSE 100	7 264		2 ans	0,47
Euro Stoxx 50	4 278		10 ans	1,57
S&P 500	4 605	Zone euro	3 mois	-0,56
Nasdaq	15 498		2 ans	-0,63
Nikkei 225	29 647	Japon	10 ans	-0,15
Hang Seng	25 377		3 mois	0,06
KOSPI	2 971		2 ans	-0,11
Bovespa	103 501		10 ans	0,08
Devises		Matières premières		
USD/EUR	1,165	Pétrole (Brent, en USD/baril)		84,4

Outre-Atlantique, les salaires s'accroissent également, tandis que la tendance semble pour l'instant plus modérée dans la zone euro. Par le passé, cependant, les prétentions salariales se sont souvent alignées sur les taux d'inflation observés, de sorte qu'au cours des prochains trimestres, les salaires devraient également augmenter en Europe dans le sillage de la pénurie de main-d'œuvre qui touche de plus en plus de catégories professionnelles.

Tout ceci forme un cocktail bien explosif pour les banquiers centraux. L'inflation se révèle plus élevée et plus coriace que prévu. Le retrait à venir des programmes d'achats d'obligations lancés dans le cadre de la pandémie fait désormais consensus. Et les marchés de taux vont encore plus loin : depuis quelques semaines, ce sont au moins trois relèvements des taux de la Réserve fédérale qui sont anticipés d'ici la fin 2023, contre à peine plus d'une intervention prévue auparavant. Un premier relèvement des taux de la Banque d'Angleterre est même attendu avant la fin de cette année. Même si le niveau des taux reste faible, notamment au regard de l'activité économique, ces prévisions renforcent l'incertitude sur ces segments du marché.

Pour l'instant, les choses ne sont pas particulièrement compliquées sur les marchés actions. Ceux-ci peuvent s'appuyer sur des résultats toujours robustes de la part des entreprises, et les valorisations déjà partiellement tendues disposent encore d'une marge d'expansion à la faveur du niveau très faible des taux d'intérêt réels. Toutefois, la situation ne devrait pas non plus s'améliorer prochainement.

Ne vous rendez pas la tâche trop difficile !

Stefan Rondorf

Focus sur les marchés

Allocation tactique actions et obligations

- Le cocktail explosif issu du ralentissement de la croissance et de la hausse des taux d'inflation crée pour l'instant des mouvements particulièrement forts sur les marchés obligataires. Ces derniers considèrent visiblement que la Réserve fédérale américaine, notamment, avec son nouvel objectif d'inflation moyen, n'a pas encore mis à l'épreuve dans la pratique sa fonction de réaction sur l'accélération de l'inflation.
- Pendant l'été, les bons du Trésor américain ont été soutenus par des conditions favorables d'offre et de demande ; ce soutien pourrait néanmoins disparaître à présent, car la Réserve fédérale devrait bientôt réduire ses achats (mot-clé : « tapering ») alors que le gouvernement américain augmentera vraisemblablement ses émissions de dette (par exemple afin de financer les dépenses d'infrastructures). Ce qui, en marge de l'accroissement de l'inflation, devrait entraîner une hausse des rendements (et une baisse des prix) des obligations.
- Par le passé, les actions, qui représentent une véritable participation dans les entreprises, ont relativement bien supporté des taux d'inflation allant jusqu'à 4% environ dans les pays développés, tandis qu'à l'inverse, les obligations, en tant que classe d'actifs nominale, sont pénalisées en période de hausse de l'inflation.
- Les fonds d'actions continuent d'enregistrer une solide collecte et devraient notablement bénéficier de l'environnement de taux bas/négatifs.

Actions

- Jusqu'à présent, les marchés actions mondiaux ont bien résisté à l'essoufflement de la croissance, qui ne fait que se normaliser par rapport aux niveaux élevés observés pendant la première phase du redémarrage des économies. D'un point de vue absolu, la croissance mondiale reste robuste et n'affiche pour l'instant presque aucun risque de récession.
- Les inquiétudes entourant la crise financière latente du marché immobilier chinois pourraient désormais s'apaiser. Géographiquement parlant, le moteur conjoncturel chinois connaît des hésitations, mais après le creux dû au variant Delta, les statistiques économiques américaines renouent progressivement avec leur tendance haussière.
- Les valorisations des actions sont toujours élevées, mais elles sont soutenues par les taux réels (~ taux du marché monétaire moins l'inflation) très faibles au regard des conditions économiques. Les alternatives au niveau des actifs réels sont pratiquement inexistantes, car les valorisations dans l'immobilier sont encore plus élevées sur de nombreux marchés.
- Les rapports de résultats du troisième trimestre continuent de convaincre jusqu'à présent. Une fois encore, les bonnes surprises en matière de résultats sont supérieures à la moyenne aux États-Unis, quoique dans des proportions moins importantes que lors des précédents trimestres de forte expansion économique. De nombreuses entreprises peuvent augmenter leurs prix de vente à la faveur du niveau soutenu de la demande. La diminution des capacités due aux pénuries de produits intermédiaires pose problème dans de multiples secteurs.
- Les marchés du crédit devraient faire l'objet d'une demande importante de la part d'investisseurs en quête de rendements. Cependant, au regard du retrait à venir des mesures de relance monétaire et de valorisations ambitieuses, le segment présente un risque de correction, d'autant plus dans l'éventualité d'une volatilité accrue sur d'autres marchés. Compte tenu de la faiblesse historique des spreads, tant sur le segment investment grade que parmi les obligations high yield, l'accroissement des rendements par rapport aux emprunts d'État devrait désormais provenir essentiellement du portage. Une approche sélective est à privilégier.
- Après le mouvement haussier observé récemment, les rendements américains devraient continuer de progresser à moyen terme. Les emprunts d'État de la zone euro devraient quant à eux pouvoir échapper à cette tendance, du moins en partie, dans la mesure où la BCE maintiendra vraisemblablement plus longtemps ses taux à des niveaux faibles.

Devises

- Le dollar américain continue de bénéficier de tendances porteuses dans le contexte des divergences croissantes entre les politiques des banques centrales et les anticipations de taux, alors que l'appétit pour le risque pourrait se dégrader dans ce contexte délicat. Néanmoins, selon nos modèles, le billet vert semble surévalué par rapport aux devises de la plupart des pays industrialisés – mais aussi émergents.
- D'autre part, les facteurs défavorables à moyen terme ne sont pas près de disparaître, à savoir le niveau élevé des valorisations et les déficits jumeaux aux États-Unis. À cet égard, les futures mesures de relance budgétaire devraient creuser le déficit public, alors que celui de la balance courante est déjà considérable.

Obligations

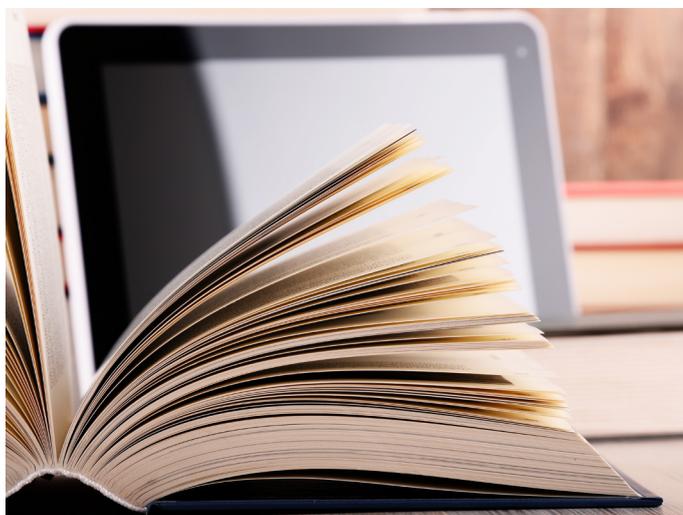
- Pour les obligations en tant que classe d'actifs nominale, l'accroissement des taux d'inflation se révèle particulièrement délicate. Outre des rendements majoritairement négatifs, c'est désormais la valeur réelle des coupons et le montant (fixe) des remboursements qui se déprécient sous l'effet de l'inflation.
- De plus en plus, les banques centrales risquent d'être mises au pied du mur par l'inflation en hausse : même dans les pays développés, elles commencent à interrompre plus tôt que prévu leurs programmes de soutien de crise, à l'instar de la Banque du Canada.
- Les marchés de pays comme le Royaume-Uni et le Canada anticipent désormais une trajectoire très franche de relèvement des taux. Pour la Réserve fédérale également, les marchés prévoient désormais davantage de relèvements des taux que ne le projetaient les membres du FOMC au mois de septembre. En revanche, la Banque centrale européenne (BCE) dément les rumeurs de relèvement des taux (actuellement à -0,5%) pendant l'année 2022. Nous considérons que peu de choses plaident en faveur d'une telle intervention pour l'instant. La BCE reste donc avec la Banque du Japon dans le camp des « colombes ».

Matières premières

- D'un point de vue historique, les matières premières ont constitué la meilleure couverture contre l'inflation, suivies par les actions.
- Le prix du gaz naturel s'est nettement renchéri récemment. À quelques semaines de l'hiver, de nombreux lieux de stockage dans le monde sont très faiblement remplis, à la suite des températures très fraîches de l'hiver 2020-2021. Par ailleurs, cet été, le gaz a été utilisé comme combustible énergétique, d'une part en raison d'une production d'électricité inférieure à la moyenne des sources éoliennes et photovoltaïques sur de nombreux marchés, et d'autre part à cause de besoins accrus en climatisation liés à des températures anormalement élevées dans le bassin méditerranéen et dans certaines régions américaines. Les prix pourraient se modérer de nouveau à partir du printemps 2022 si l'hiver n'est pas trop froid.
- Les cours pétroliers se sont également envolés ces dernières semaines. Ramenée dans le prisme des deux dernières années, la hausse des prix paraît cependant plus modeste (en tenant compte de l'effondrement qui a eu lieu au début de la pandémie).
- Les métaux industriels, comme par exemple le cuivre, font toujours l'objet d'une demande soutenue malgré l'essoufflement de la croissance en Chine, en dépit d'une évolution récemment plus latérale pour le cuivre. L'or continue également d'évoluer dans une fourchette.

Thème d'investissement : #FinanceForFuture et les critères ESG

- Avec la COP26 sur les changements climatiques, la question de la protection du climat sera sur toutes les lèvres au cours des prochaines semaines.
- Cette année, le Jour du dépassement (« Earth Overshoot Day »), tel que calculé par le Global Footprint Network, a eu lieu le 29 juillet 2021. 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 plus de 3.800 signataires de l'initiative PRI (« Principles for Responsible Investment ») gèrent collectivement quelque 120.000 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

Stefan Rondorf

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 à la date de publication. Les conditions de toute offre ou tout contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite, excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.

Pour les investisseurs en Europe (hors de la Suisse)

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). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en Grande-Bretagne, France, Italie, Espagne, Luxembourg, Suède, Belgique et aux Pays-Bas. Les contacts et informations sur la réglementation locale sont disponibles ici (www.allianzgi.com/Info). Un résumé des droits des investisseurs peut être trouvé ici (www.regulatory.allianzgi.com).

Pour les investisseurs en Suisse

Il s'agit d'une communication marketing d'Allianz Global Investors (Suisse) AG, succursale à 100 % d'Allianz Global Investors GmbH.