

# Revue des marchés

## La pro-vérité

A l'ère de la digitalisation et de la quasi-disparition des coûts liés à l'archivage et à la diffusion du savoir, et où « l'information » a l'avantage d'être accessible de manière illimitée, l'expression « post-vérité » prend de l'importance. La « post-vérité » est la préférence de l'émotion, de l'irrationnel et des « fausses nouvelles » (ou « fake news ») par rapport au réel. Si la réalité ne cadre pas avec les besoins, elle sera adaptée en conséquence. Les investisseurs rationnels ont tout intérêt à éviter les approches « post-vérité » dans leurs décisions d'investissements, au profit d'une démarche « pro-vérité ». Dans ce domaine, le mois de mars offrira de nombreuses occasions de mettre ces bonnes résolutions en pratique.

- Pro-vérité (1) : L'environnement géopolitique reste bien chargé. Le gouvernement britannique a indiqué son intention d'amorcer la procédure d'un « Brexit dur » d'ici le 31 mars. Les électeurs néerlandais seront appelés aux urnes le 15 mars, tandis que la course à la présidentielle française est dans sa dernière ligne droite, avec un premier tour programmé pour le 23 avril.
- Pro-vérité (2) : Mi-mars, le plafond constitutionnel de la dette publique américaine arrivera à échéance et, malgré la répression financière engagée, force est de constater que la longue descente de la montagne d'endettement est à peine entamée. Dans un tel environnement, il sera intéressant de voir comment évoluera le programme budgétaire du nouveau président américain, que les marchés semblent avoir d'ores et déjà intégré.
- Pro-vérité (3) : Ces évolutions s'inscrivent dans un contexte de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes. Or, cette association n'est guère propice à la stabilité des prix. Dès lors, on ne peut s'attendre à ce que la banque centrale américaine (Fed) renoue avec une politique monétaire trop accommodante.
- Pro-vérité (4) : Plus spécifiquement, il est étonnant de constater que les anticipations de remontée des taux d'intérêt, telles qu'implicitement représentées par les taux des marchés monétaires, restent à la traîne des prévisions des membres du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC). Dans ce



**Hans-Jörg Naumer**  
Global Head of  
Capital Markets &  
Thematic Research

Alors que les informations font l'objet d'un traitement et d'une diffusion à une vitesse toujours plus importante, nous sommes aujourd'hui confrontés à une approche de « post-vérité » en opposition à une démarche de « pro-vérité ».

Au 27/02/17

### Indices actions

CAC 40	4 846
BEL 20	3 564
FTSE 100	7 254
Euro Stoxx 50	3 311
S&P 500	2 370
Nasdaq	5 862
Nikkei 225	19 119
Hang Seng	23 741
KOSPI	2 092
Bovespa	66 662
<b>Devises</b>	
USD/EUR	1,059

### Taux d'intérêt en %

États-Unis	3 mois	1,05
	2 ans	1,14
	10 ans	2,32
Zone euro	3 mois	-0,33
	2 ans	-0,96
Japon	10 ans	0,19
	3 mois	0,06
	2 ans	-0,28
	10 ans	0,06

### Matières premières

Pétrole (Brent, en USD/baril) 56,1

## Baromètre des marchés

Fonds obligataires

Fonds actions

contexte, il reste un potentiel de surprises négatives qui pourraient prendre la forme d'une troisième hausse de taux d'intérêt au cours de l'année. En effet, l'économie américaine semble avoir retrouvé bien plus de sa « grandeur » que les déclarations « post-vérité » ne le laissent paraître.

- Pro-vérité (5) : Par conséquent, la politique monétaire mondiale reste expansionniste, indépendamment de l'orientation des taux d'intérêt aux États-Unis, et continue de soutenir activement l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués, tels que les actions. Les réunions de la Fed, de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque du Japon (BoJ) prévues en mars ne devraient pas venir remettre en cause ce sentiment.
- Pro-vérité (6) : Les valorisations sur certains segments des marchés d'actions sont d'ores et déjà très élevées (par exemple aux États-Unis). En Europe, elles restent modérées à bon marché, tandis que sur les marchés émergents les valorisations restent en moyenne raisonnables.

Dans l'ensemble, les actions devraient continuer d'occuper une place de choix dans les portefeuilles des investisseurs, mais il convient de suivre de près la volatilité.

Conservez une approche « pro-vérité » et investissez en conséquence.

Sincèrement,

Hans-Jörg Naumer

**Allianz**   
Global Investors

## Focus sur les marchés

### Allocation tactique actions et obligations

- Les statistiques macroéconomiques mondiales restent orientées à la hausse.
- Les valorisations des marchés financiers sont très contrastées. Elles sont élevées au sein des grandes classes d'actifs, telles que les actions américaines et les emprunts d'État allemands et américains, mais elles restent faibles sur les marchés émergents.
- Les risques politiques continuent d'augmenter.
- La politique monétaire reste la principale source de soutien des marchés d'actions.

#### Actions allemandes



- Les entreprises exportatrices devraient bénéficier de la montée en régime de l'économie mondiale. Les premiers effets de la « démondialisation », si souvent évoquée, ne se font pas encore sentir.
- Cependant, la confiance des consommateurs pourrait être quelque peu malmenée par la remontée de l'inflation, mais sans pour autant être réellement source d'inquiétude compte tenu de la vigueur du marché de l'emploi. L'Allemagne affiche toujours le plus faible taux de chômage d'Europe.
- Sur la base de la moyenne de long terme, les actions allemandes sont légèrement sous-évaluées en termes de ratio prix/bénéfices ajusté du cycle économique et de l'inflation (le ratio P/E de Shiller).

#### Actions européennes



- Au Royaume-Uni, les dernières statistiques macroéconomiques sont dans l'ensemble ressorties supérieures aux attentes, mais un « Brexit dur » risquerait d'avoir des répercussions négatives sur l'économie. Les pressions sur les prix des importations se font d'ores et déjà sentir et devraient finir par pénaliser le pouvoir d'achat.
- Les valorisations se situent dans la moyenne sur les marchés d'actions européennes. Certains pays restent attractifs.
- Les risques politiques pesant sur la zone euro sont déjà partiellement intégrés dans les marchés. Le point bas touché par les valeurs bancaires pourrait à cet égard être perçu comme un signal.

#### Actions américaines



- Les marchés d'actions américaines semblent toujours surévalués.
- L'élargissement du bilan de la Fed a soutenu la hausse des marchés jusqu'en 2014, mais cette tendance semble en passe de s'essouffler.
- La vigueur des statistiques macroéconomiques préserve en partie les marchés d'actions, mais l'ère des surprises positives devrait prochainement toucher à sa fin.
- La plupart des signaux laissent présager d'une dynamique positive sur le front des bénéfices en 2017. Un tel environnement devrait soutenir le cours des actions, même en cas de résultats légèrement inférieurs aux attentes.

#### Actions japonaises



- En dépit d'une croissance atone, le taux de chômage au Japon baisse de façon tendancielle. Cette tendance devrait soutenir la croissance des salaires à moyen terme et, par conséquent, entraîner l'inflation à la hausse, et ce malgré la vigueur du yen qui limite les pressions inflationnistes.
- Les actions japonaises restent prisonnières du yen. La faiblesse de la devise observée fin 2016 a freiné le rebond des valorisations. L'environnement cyclique s'améliore à travers le monde et les investisseurs tactiques peuvent ainsi envisager de surpondérer les actions japonaises.

#### Actions des marchés émergents



- Le rebond cyclique du commerce international et des prix des matières premières a apporté un certain soutien à la classe d'actifs.
- Les marchés émergents ont évolué au gré des mesures ponctuelles de relance de la Chine, de la reprise cyclique du commerce mondial et de la hausse des prix des matières premières, qui restent moins corrélées avec le dollar US à court terme.
- Cependant, il convient de faire preuve de prudence quant à la capacité de ces facteurs à apporter un soutien durable. Il existe encore des pressions haussières sur le dollar US. Les mesures de relance en Chine semblent avoir touché à leur fin. Une surpondération tactique peut être pertinente, mais les investisseurs à long terme ont intérêt à conserver une exposition neutre.

#### Secteurs

- Suite à leur récent rallye, les valeurs minières et pétrolières ne sont plus aussi attractives mais resteront soutenues par des révisions à la hausse des bénéfices très positives. Cependant, la dynamique de révision devrait commencer à ralentir. Dès lors, il ne semble plus aussi pertinent de chercher à tirer profit de la tendance des valeurs minières.
- L'amélioration de l'environnement cyclique et les espérances placées dans les politiques reflationnistes et de relance plaident, à un horizon de quelques mois, en faveur des banques, longtemps délaissées (avec une mention particulière pour les banques américaines).

#### Thème d'investissement : Revenus du capital

- L'environnement de taux d'intérêt faibles ou négatifs devrait se maintenir encore longtemps, en particulier dans la zone euro et au Japon. Cependant, une fois déduit le taux d'inflation, les bons du Trésor américains n'offrent pas non plus des rendements confortables. La question des « revenus du capital » n'en devient que plus essentielle.
- Tandis que l'asymétrie des politiques monétaires devrait continuer d'alimenter la performance des actifs risqués, dans un environnement de marché qui reste globalement volatil, les investisseurs continuent de rechercher les coupons des obligations d'entreprises. Cependant, les investisseurs restent essentiellement attirés par les dividendes qui leur offrent une exposition aux « actifs réels », c'est-à-dire aux actions, par le biais de fonds actions.
- Les dividendes ne contribuent pas seulement à limiter la volatilité historique des portefeuilles, ils offrent également de belles perspectives de performance sur l'année à venir. Selon nous, les entreprises de l'indice MSCI Europe devraient à elles seules verser 315 milliards EUR de dividendes au cours de l'année. Un record ! Ce montant était en effet de 302 milliards EUR en 2016.

## Obligations européennes

- Même si elle ne l'a pas clairement énoncé, force est de constater que la Banque centrale européenne a, dans les faits, amorcé son processus de retrait de sa politique d'assouplissement quantitatif (« tapering ») au travers d'une réduction des achats d'emprunts d'État. Pour autant, le programme en cours reste particulièrement expansionniste. Le « vrai » tapering devrait intervenir en 2018, par le biais d'une réduction progressive de son programme d'achats mensuel.
- Bien que les emprunts d'État allemands devraient continuer à bénéficier du soutien de la politique monétaire accommodante et des incertitudes persistantes, la surévaluation actuelle des fondamentaux et les craintes d'une réduction des achats obligataires de la BCE risquent fort de générer des pressions à la baisse début 2018.
- La hausse des primes de risque des emprunts d'État de la zone euro par rapport aux emprunts d'État allemands et l'élargissement des soldes de Target2 traduisent l'envolée des risques politiques dans la région.

## Obligations internationales

- Le rebond des cours du pétrole entraîne de nouveau à la hausse les taux d'inflation au niveau mondial. L'inflation sous-jacente devrait également progressivement augmenter sous l'effet du resserrement des écarts de production. En outre, les tendances anti-mondialisation ont un effet inflationniste à moyen terme.
- Les politiques monétaires à travers le monde devraient rester accommodantes, mais des hausses de taux supplémentaires de la Fed pourraient intervenir et prendre de court les attentes du marché.
- Les bons du Trésor américains restent surévalués sur la base des fondamentaux, mais l'ampleur de cette surévaluation a été contenue par la remontée des taux de rendement.
- Dans ce contexte, une réduction de la durée semble de mise sur les marchés obligataires.

## Dettes émergentes

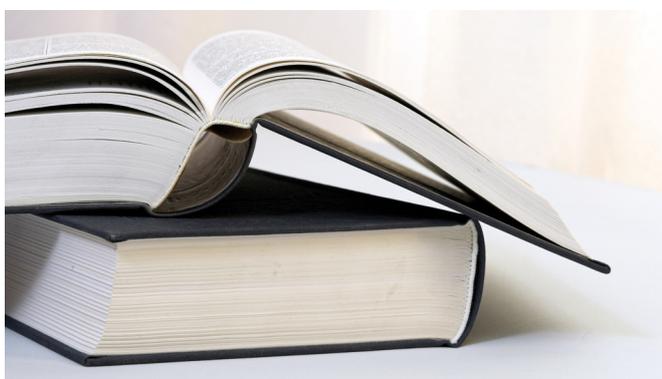
- Les difficultés structurelles (par exemple, taux d'endettement élevés et baisse du potentiel de croissance au sein de nombreux pays émergents, couplés à une montée du protectionnisme aux États-Unis) obscurcissent les perspectives de la dette souveraine émergente.
- L'anticipation d'une politique monétaire américaine moins expansionniste à moyen terme pèse sur la classe d'actifs. Cependant, l'environnement cyclique s'est récemment stabilisé.
- Pour autant, les sorties de capitaux ne se sont toujours pas inversées. Il convient ainsi de privilégier la dette libellée en dollar US pour toute surpondération de ce segment.

## Obligations d'entreprises

- Les obligations d'entreprises américaines affichent des valorisations modérées sur la base des taux de défaut historiques.
- Compte tenu de nos modèles de valorisation basés sur les fondamentaux et les données de marché, la faiblesse actuelle des primes de rendement sur les segments du crédit *investment grade* et *high yield* en EUR semble justifiée.

## Devises

- Les spéculateurs sur les devises ont massivement réduit leurs positions longues en dollar américain, ce qui témoigne en partie d'une foi vacillante quant au relèvement des taux de la Fed.
- La remontée de l'aversion au risque a probablement joué en faveur du yen.
- Sur la base de notre modèle d'équilibre à long terme des valorisations des taux de change, de nombreuses devises (en particulier sur les marchés émergents) restent fondamentalement sous-évaluées par rapport au dollar US.



Source des données – sauf indication contraire : Thomson Reuters

## Mentions légales

### **Allianz Global Investors GmbH**

Bockenheimer Landstraße 42-44  
60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

### **Global Capital Markets & Thematic Research**

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st), Ann-Katrin Petersen (akp)

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 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.