

PERSPECTIVES SEMESTRIELLES 2023 :

des points d'entrée ?

Alors que les économies et les marchés sont en transition, être prêt à saisir les opportunités est essentiel. Nos experts présentent leurs perspectives pour le reste de l'année 2023 et au-delà.

Sommaire

POINT DE VUE MACROÉCONOMIQUE :

une situation meilleure que prévu,
mais le risque d'instabilité perdure

STRATÉGIE ACTIONS :

point d'impact

STRATÉGIE OBLIGATAIRE :

des rendements attrayants, mais
la transition ne se fera pas sans
accroc

STRATÉGIE MULTI ASSET :

de la flexibilité dans un
environnement fluide

Perspectives semestrielles 2023 : des points d'entrée ?

Pour les investisseurs, les prochains mois apporteront à n'en pas douter plus que leur lot de rebondissements. Afin de composer avec la trajectoire des taux d'intérêt ou la possibilité d'une récession, il sera essentiel de continuer à faire preuve d'agilité pour être en mesure de saisir les opportunités qui devraient se présenter. Découvrez comment vous préparer à ce qui vous attend et surveillez les points d'entrée que les fluctuations des marchés sont susceptibles de créer.

Points clés:

- Alors que l'inflation demeure élevée et que l'économie semble en passe d'entrer en récession, le second semestre pourrait s'avérer mouvementé, notamment si les marchés sont amenés à revoir leurs anticipations dans des domaines essentiels.
- Par exemple, les banques centrales n'ont pas encore gagné la bataille contre l'inflation et pourraient être amenées à relever encore leurs taux d'intérêt, quand bien même elles marqueraient une pause, avant de pouvoir desserrer la bride.
- Des bouleversements pourraient se produire à mesure que la croissance économique ralentira et que les banques centrales réévalueront la trajectoire de leurs taux d'intérêt. Les investisseurs pourraient alors adapter leur degré de prise de risque aux conditions de marché.
- Avec le bon timing, des points d'entrée potentiels pourraient se présenter au niveau des actions, des obligations high yield et des matières premières. Il convient de s'intéresser aux entreprises qui disposent d'un pouvoir de fixation des prix et à celles qui présentent une valorisation raisonnable et surfent sur des tendances structurelles.
- La résilience sera une qualité importante, aussi bien pour les investisseurs que pour les entreprises, car les taux d'intérêt élevés sont susceptibles d'accentuer l'instabilité financière. Restez vigilants et tenez-vous prêts à saisir les opportunités qui se présenteront.

POINT DE VUE MACROÉCONOMIQUE :

une situation meilleure que prévu, mais le risque d'instabilité perdure



Stefan Hofrichter
Head of Global
Economics &
Strategy

Commençons par les bonnes nouvelles. Depuis la fin 2021, on observe une normalisation des chaînes d'approvisionnement internationales : l'indice Global Supply Chain Pressure de la Réserve fédérale de New York flirte avec des niveaux historiquement bas, ce qui laisse entrevoir une décrue de l'inflation des prix des biens, toutes choses étant égales par ailleurs. Selon les données de l'OCDE¹, la croissance économique mondiale oscille autour de 2,5%. Cela n'est pas faramineux, mais tout de même bien mieux que le taux prévu l'hiver dernier.

Les marchés se sont bien comportés ces deux derniers mois : les actions internationales, mesurées par l'indice MSCI World, restent sur une progression de 10% depuis octobre (chiffre arrêté à la mi-juin et corrigé de l'inflation aux États-Unis). Les rendements obligataires sont assez stables depuis début 2023, avec la clé une performance nominale positive pour les investisseurs.

Faut-il en déduire que nous sommes de retour dans un environnement « Boucles d'or » (ni trop chaud ni trop froid), qui est de nature à soutenir tous les principaux marchés d'actifs ? Ce serait aller un peu vite en besogne. Nous pensons que les investisseurs auront plusieurs défis à relever et que les prochains mois s'annoncent mouvementés.

1 L'inflation reste obstinément élevée.

Il est vrai que l'inflation globale s'est modérée, en grande partie grâce à une baisse des prix de l'énergie. Toutefois, l'inflation sous-jacente (abstraction faite des prix très volatils de l'énergie et de l'alimentation) en glissement annuel oscille depuis plusieurs trimestres dans une fourchette de 4 à 5% qui est nettement supérieure au taux de 2% visé par les banques centrales (cf. graphique 1). En raison des effets secondaires tels que les augmentations de salaires, la décrue de l'inflation prend plus de temps lorsque l'on est depuis longtemps dans un régime de forte inflation, comme le montrent la littérature universitaire et nos propres recherches.² Il convient également de noter que les taux directeurs actuels ne sont pas excessivement restrictifs, loin de là. Compte tenu de l'inflation sous-jacente persistante, nous ne partageons pas l'optimisme du marché quant à la capacité de la principale banque centrale du monde, la Réserve fédérale américaine, à baisser ses taux d'intérêt au second semestre. Nous tablons sur de nouveaux relèvements de taux directeurs aux États-Unis. En fait, lors de la réunion de son comité de politique monétaire du mois de juin, la Fed a laissé entrevoir deux relèvements de taux supplémentaires d'ici la fin de l'année. Quant à la Banque centrale européenne, elle devra probablement relever ses taux davantage que prévu actuellement par les marchés. Par conséquent, la probabilité d'une poursuite de la baisse des rendements obligataires nous semble assez mince.

2 Notre scénario de référence envisage une récession aux États-Unis et en Europe d'ici quelques mois.

Il est vrai que les données de haute fréquence suggèrent toujours une expansion de l'activité économique à court

1) Organisation de coopération et de développement économiques.

2) Source : Article n°133 de la BRI, intitulé « The two-regime view of inflation », Claudio Borio et al., mars 2023.

Graphique 1 : À quand la décrue de l'inflation sous-jacente ?

US inflation, 3-month annualised



Source: AllianzGI Economics & Strategy, Bloomberg. Données au 14 juin 2023.

terme. Néanmoins, divers indicateurs avancés abondent dans le sens de notre scénario de récession : l'inversion des courbes des taux, la contraction des indicateurs de masse monétaire et l'amorce de déclin du cycle financier (qui mesure la dynamique combinée des prix de l'immobilier et de l'effet de levier dans le secteur privé). Par le passé, à chaque fois que les banques centrales ont porté leurs taux d'intérêt à des niveaux restrictifs pour combattre l'inflation, cela a quasiment toujours abouti à une récession. Cela n'est pas anodin pour les investisseurs car les actifs risqués commencent généralement à surperformer pendant la récession, et non avant. Le scénario d'une récession peu marquée est celui qui semble réunir un consensus. Nous n'en sommes pas si convaincus. L'amorce de déclin du marché immobilier, résidentiel mais aussi commercial, alors qu'une période de hausse des prix touche à son terme, pourrait se traduire par un ralentissement économique plus marqué que prévu par les investisseurs.

3 Le risque d'instabilité financière perdure

Il est vrai que toutes les banques américaines qui ont fait faillite ou qui ont été rachetées en urgence il y a quelques mois étaient minées par des problèmes spécifiques. Il en va de même pour Credit Suisse. Toutefois, le dénominateur

commun était leur incapacité à s'adapter à la forte hausse des taux d'intérêt à un moment où le secteur privé s'était massivement endetté dans le sillage d'une année 2021 faste sur le plan économique. Les taux d'intérêt plus élevés ont pénalisé tout le secteur financier, et pas seulement les banques. Les marchés des actifs illiquides, notamment l'immobilier, pourraient devenir des foyers d'instabilité financière, comme l'a souligné à plusieurs reprises le Fonds monétaire international. L'enjeu de la stabilité du système financier compliquera la tâche des banques centrales. Toutefois, jusqu'ici, elles ne semblent pas vraiment disposées à laisser cet enjeu interférer avec leur croisade contre l'inflation.

Pour conclure, même si le second semestre ne sera sans doute pas de tout repos sur les marchés financiers, les investisseurs pourraient trouver des points d'entrée intéressants dans les différentes classes d'actifs. S'agissant des actions, ce sera peut-être lorsque les prévisions de bénéfices toucheront le fond pendant le ralentissement économique prévu et que les cours des actions escaladeront le « mur d'inquiétude » malgré le pessimisme ambiant sur les marchés. Compte tenu de nos prévisions de croissance, et après la hausse des rendements obligataires en 2022, nous tablons sur une performance positive pour les obligations, même si rien ne saurait le garantir. C'est le moment de rester agile.

STRATÉGIE ACTIONS :

point d'impact



**Virginie
Maisonneuve**
Directrice
mondiale des
investissements
en action

Alors que la Réserve fédérale américaine marque une « pause empreinte d'orthodoxie monétaire » dans son cycle de relèvement des taux et que la Banque centrale européenne (BCE) exclut cette possibilité malgré une récession technique, les investisseurs devront probablement composer avec une incertitude macroéconomique accrue au second semestre 2023.

Les investisseurs se retrouvent face à trois grandes questions. Quand le resserrement monétaire de ces 12 à 15 derniers mois fera-t-il sentir son impact sur l'économie ? À quel type de récession ou de ralentissement faut-il s'attendre ? Enfin, quel sera l'impact sur les bénéfices des entreprises ?

Normalement, il faut 12 à 18 mois pour que l'effet à retardement d'un resserrement monétaire fasse sentir ses effets. Toutefois, on peut raisonnablement s'attendre à ce que l'impact soit retardé par l'excès de liquidités injectées par les banques centrales pendant la pandémie de Covid-19. La résilience avérée de l'économie américaine est un autre facteur.

La persistance de l'inflation aura également une incidence sur la durée pendant laquelle les banques centrales enverront un message de fermeté et dictera leur politique à l'avenir. Il sera donc primordial de suivre les chiffres de l'inflation et

les tendances sous-jacentes. L'inflation globale enregistre une décrue, mais les banques centrales attendent des signes plus évidents de tassement des prix avant d'amorcer un assouplissement monétaire. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente (qui fait abstraction des prix de l'alimentation et de l'énergie) est retombée à 5,3% en glissement annuel en mai. Néanmoins, elle n'a guère ralenti depuis décembre. Dans la zone euro, malgré un tassement à 5,3% en mai, l'inflation sous-jacente reste plus marquée qu'en début d'année.

Dès lors que l'inflation sous-jacente s'avère persistante, il y a lieu de penser que la pression sur les prix des services va perdurer quand bien même les économies commenceraient à ralentir. Le coût du travail est en train d'augmenter dans de nombreux secteurs, alors même que les prix des matières premières fléchissent. L'accélération de l'inflation salariale dans la zone euro à 5,6% au T1 2023 (contre 4,8% au T4 2022) est de nature à préoccuper la BCE, par exemple.

Par conséquent, même si la perspective d'une fin du cycle de relèvement des taux directeurs a de quoi soulager les investisseurs, les entreprises de l'économie réelle devraient rester sous pression dans les mois à venir. Certaines d'entre elles se révéleront plus résilientes que d'autres.

Ralentissement ou récession ?

Même si la récession semble imminente dans certaines régions du monde, le point d'impact est jusqu'ici incertain. La seule exception est l'Europe, où la contraction du PIB de 0,1% au T4 2022 puis au T1 2023 est synonyme de récession technique.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, de nombreux indicateurs économiques sont orientés à la baisse. Les agrégats monétaires, qui indiquent la quantité d'argent qui circule



dans l'économie, enregistrent une contraction depuis plusieurs mois. Les derniers indices des directeurs d'achat (PMI) dans le secteur manufacturier, un baromètre de l'activité économique suivi de très près, mettent également en évidence un ralentissement.³

Malgré cela, dans ces trois économies, le chômage est toujours au plus bas depuis des décennies, ce qui retarde la contraction de la consommation des ménages qui aurait pu les faire basculer en récession. La récession technique en Europe présente des caractéristiques singulières : en effet, l'emploi est au plus haut depuis 30 ans et l'OCDE table sur une croissance de 0,9% cette année dans la zone euro. Or une récession s'accompagne normalement d'une dégradation des indicateurs sur ces deux fronts.

L'économie chinoise, qui a rebondi au T1 2023 grâce au déconfinement qui a suivi la crise sanitaire, patine à nouveau en raison d'une diminution de ses débouchés à l'export, imputable au ralentissement économique dans le reste du monde. Il y a également l'impact d'une certaine réorganisation des chaînes d'approvisionnement internationales, notamment la tendance au « Chine +1 », une stratégie qui consiste pour les entreprises à développer leurs opérations en dehors de Chine dans le but d'améliorer la résilience de leur chaîne d'approvisionnement.

Les mauvaises nouvelles devraient en amener de bonnes en Chine, car les autorités devraient continuer de soutenir le secteur immobilier et les ménages au second semestre. Pékin devrait également mettre l'accent sur les réformes visant à soutenir les champions industriels nationaux en matière de technologie et d'innovation. Néanmoins, à court terme, le ralentissement de la croissance en Chine accentuera la décélération actuelle de l'économie mondiale.

Bénéfices : le jeu de la préservation

Dans ce contexte, à quoi les investisseurs doivent-ils s'attendre ? L'un des grands tests pour les entreprises sera de savoir si elles peuvent répercuter la hausse de leurs coûts sans sacrifier leurs ventes. En d'autres termes, quelles sont les entreprises qui parviendront à préserver leurs marges ?

Si les taux d'intérêt restent durablement plus élevés, la fin de l'ère de l'argent gratuit mettra certaines entreprises en difficulté face aux revendications de leurs salariés et de leurs fournisseurs. Néanmoins, au premier trimestre 2023, de nombreuses entreprises ont, en réalité, annoncé des résultats supérieurs aux estimations des analystes, qui avaient été revues à la baisse pour tenir compte de l'impact de l'inflation.

Certaines entreprises ont manifestement profité de l'inflation pour gonfler leurs marges, ce qui explique en partie les bonnes surprises sur le front des résultats. Néanmoins, cette avidité peut avoir un impact négatif sur les volumes et les bénéfices futurs. Nous souhaitons avoir en portefeuille des entreprises qui ont un réel pouvoir de fixation des prix. Le ralentissement de la croissance économique mondiale pèsera probablement sur les résultats au second semestre mais, dans la mesure où les fondamentaux résistent mieux que prévu (cf. graphique 2), de bonnes surprises sont encore possibles, ce dont les adeptes de la sélection de titres ne manqueront pas de profiter.

Les tensions dans le secteur bancaire, concentrées sur quelques valeurs très spécifiques, sont une piqûre de rappel quant au fait que l'impact de la hausse des taux d'intérêt sera sans doute plus ou moins important selon les régions et les classes d'actifs. Voilà une raison de plus pour les investisseurs d'éviter une approche uniforme.

3) Source : **U.S. manufacturing slumps further in May; employment picks up**, Reuters, 1er juin 2023 ; **Euro zone business growth slowed in May as factories struggled-PMI**, Reuters, 5 juin 2023; **UK factory output contracts again in May**, Reuters, 1er juin 2023.

Miser sur la résilience et les tendances structurelles

Alors que les investisseurs détournent leur attention des taux d'intérêt pour la recentrer sur le moment où la récession (ou le ralentissement) interviendra, la volatilité pourrait faire son retour sur les marchés actions, notamment si les prévisions de bénéfices s'avèrent fantaisistes au regard de la dégradation de la visibilité sur le front macroéconomique.

Au second semestre 2023, nous mettons l'accent sur la résistance et les opportunités de croissance structurelle à long terme. Les investisseurs doivent veiller à ce que leur portefeuille résiste à une accentuation de la volatilité tout en étant positionné de manière à saisir les opportunités, notamment les entreprises capables de résister à la

hausse de leurs coûts de production et à l'érosion de leurs marges bénéficiaires.

Ils devront veiller à conserver en portefeuille des entreprises solides, tous styles confondus, en privilégiant la qualité, les dividendes et la durabilité, alliés à des valorisations raisonnables et à des tendances structurelles de long terme.

Les entreprises technologies rentables, l'intelligence artificielle et certaines entreprises industrielles qui bénéficient de la tendance à la relocalisation et à l'automatisation ou offrant des solutions aux enjeux climatiques, sont quelques-uns des thèmes qui demeurent séduisants à nos yeux. D'après nous, la Chine et son économie traditionnellement contracyclique présentent également des opportunités ciblées.

Graphique 2 : Quelles sont les entreprises dont les bénéfices résisteront ?



Source : AllianzGI Economics & Strategy, Refinitiv Datastream. Données au 14 juin 2023

STRATÉGIE OBLIGATAIRE :

des rendements attrayants, mais la transition ne se fera pas sans accroc



Franck Dixmier
Directeur
mondial des
investissements
obligataires

L'environnement macroéconomique que nous entrevoyons au second semestre (ralentissement de la croissance, décline de l'inflation et fin des cycles de relèvement des taux directeurs) est de nature à soutenir les marchés obligataires. Néanmoins, les basculements dans les cycles des taux directeurs sont relativement inégaux en général et, dans la mesure où la valorisation des obligations ne reflète pas encore un ralentissement plus significatif de la croissance, nous pensons que la prudence est de mise.

D'après nous, le principal défi pour les investisseurs à l'orée du second semestre réside dans le manque de visibilité sur les perspectives macroéconomiques mondiales, et donc la trajectoire des politiques monétaires. Les indicateurs économiques se dégradent et nous pensons que ce sera encore le cas dans les prochains mois. Néanmoins, les surprises sur ce front continuent de noircir le tableau pour les banquiers centraux et les investisseurs : l'inflation sous-jacente reste élevée et l'emploi demeure solide face à la hausse des taux d'intérêt. Par conséquent, nous pensons que les marchés obligataires resteront volatils cette année, ce qui pourrait créer des points d'entrée intéressants pour les investisseurs.

L'incertitude qui entoure le secteur de la finance devrait perdurer dans les mois à venir. Toutefois, il convient de ne pas sous-estimer les tensions dans le secteur bancaire apparues il y a quelques mois. En effet, on peut difficilement parler d'événements purement idiosyncratiques alors que tous les établissements concernés étaient excessivement endettés, une situation exposée au grand jour par l'augmentation historiquement rapide des taux directeurs. Silicon Valley Bank, Signature Bank et Credit Suisse étaient certes des cas particuliers, mais cela n'a pas empêché la correction générale des actifs risqués après ces événements de crédit.

Les marchés d'emprunts d'État (« de taux ») devraient rester volatils dans l'immédiat. Lorsque les marchés ont des avis contradictoires, la transition entre les régimes de politique monétaire (du relèvement à la baisse des taux directeurs) se déroule rarement sans accroc, comme en témoigne la récente volatilité des rendements du Trésor américain à deux ans face à l'espoir frustré d'une baisse des taux de la Fed en 2023.

Oser la duration

Toutefois, alors que les investisseurs tablent sur un ralentissement du resserrement monétaire et que les taux directeurs s'approchent de leur point culminant dans le cycle actuel, nous pensons effectivement que la volatilité finira par s'atténuer sur les marchés de taux. Par conséquent, nous devenons plus optimistes à l'égard des emprunts d'État et de la sensibilité aux taux d'intérêt, notamment aux États-Unis où le cycle de resserrement monétaire est plus avancé. À court terme, il est vrai que la partie courte de la courbe des taux américains

reste vulnérable compte tenu de la réticence de la Fed à baisser ses taux alors que l'inflation est encore supérieure à son objectif. Néanmoins, sur un horizon de trois à six mois, il conviendra de s'intéresser aux bons du Trésor américain à 7-10 ans.

Au sein de la zone euro et au Royaume-Uni, nous sommes moins enclins à augmenter la durée. La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre n'en ont peut-être pas fini avec le relèvement de leurs taux mais, dans un contexte de ralentissement mondial, on peut s'interroger sur leur marge de manœuvre. En général, les marchés d'emprunts d'État les plus intéressants à nos yeux sont ceux qui offrent un rendement « réel » (celui tiré des versements d'intérêts en tenant compte de l'inflation) tout au long de la courbe et où les cours reflètent les cycles de relèvement des taux directeurs. Il s'agit notamment des États-Unis, de la Nouvelle-Zélande, du Mexique et du Brésil, mais des opportunités peuvent également se présenter à la périphérie de l'Europe où les courbes des taux sont plus pentues.

Les bénéficiés déterminants alors que les cours ne reflètent pas le ralentissement économique

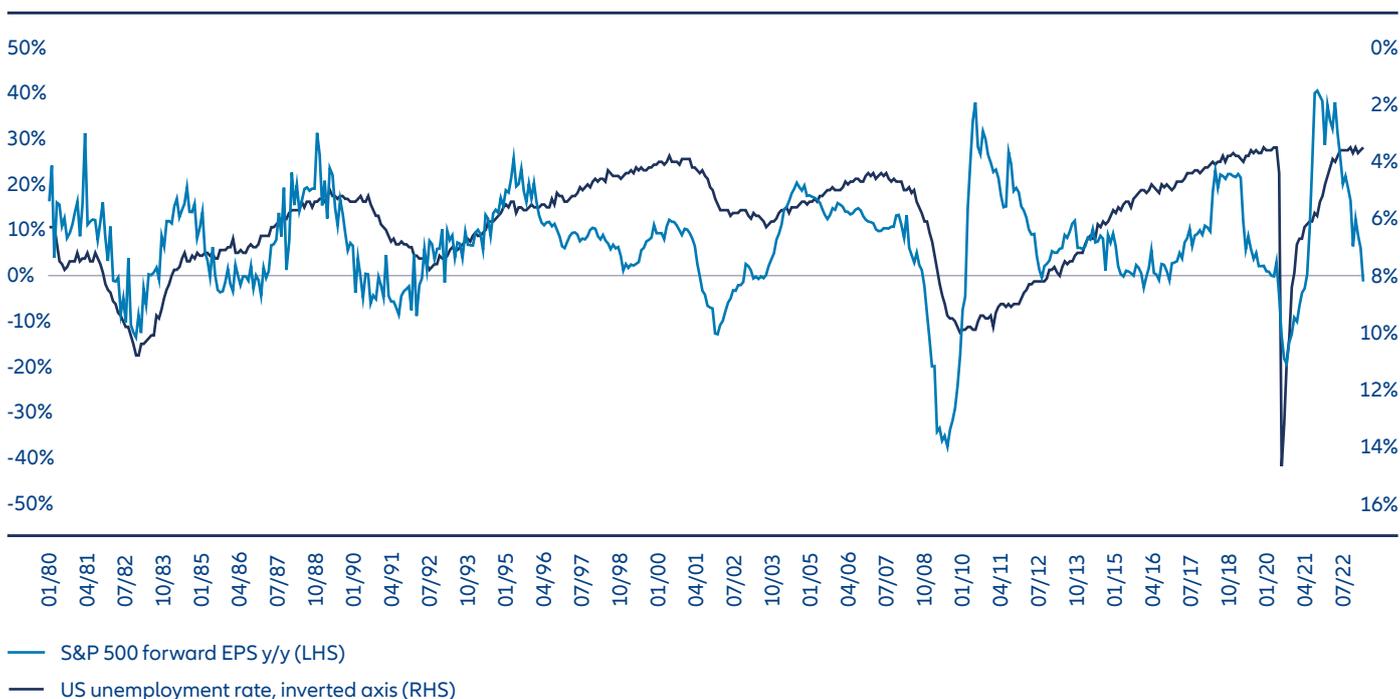
Sur les marchés du crédit (obligations d'entreprises et autres titres non gouvernementaux), nous considérons que les valorisations ne reflètent pas pleinement la possibilité d'un ralentissement économique plus marqué à l'avenir. Les fondamentaux ont mieux résisté que prévu, notamment vers la fin 2022 lorsque les investisseurs broyaient du noir, mais la qualité du crédit ne devrait pas tarder à amorcer

une dégradation. Les investisseurs feraient bien de rester concentrés sur les bénéficiés des entreprises (cf. graphique 3), qui révéleront les secteurs et les émetteurs plus résilients, car la hausse des coûts de financement et le ralentissement de la croissance des bénéficiés mettront la pression sur les entreprises au bilan plus fragile.

La prudence est donc de mise, même si nous continuons de surpondérer le crédit dans la mesure où le rendement global (les taux sous-jacents plus les spreads de crédit) offre un portage attrayant et devrait aussi amortir quelque peu le choc en cas de regain de volatilité. Compte tenu de nos perspectives macroéconomiques contrastées, nous privilégions les entreprises investment grade qui ont un bilan solide (et offrent un rendement confortable) au détriment des émetteurs à la solvabilité plus incertaine. Toutefois, nous sommes prêts à accentuer notre prise de risque en cas de correction dans le segment high yield, notamment les émissions notées B susceptibles de servir de couverture si les fondamentaux continuent de mieux résister que prévu.

S'agissant des émetteurs issus du secteur de la finance, les banques régionales américaines restent globalement saines et la probabilité de faillites en cascade de ces établissements est faible à l'heure actuelle. Nous continuons de surpondérer les banques européennes et américaines d'importance systémique, qui disposent d'épais matelas de fonds propres et de sources de financement et de chiffre d'affaires diversifiées.

Graphique 3 : L'érosion des bénéficiés se traduit généralement par une hausse du chômage, mais quand ?



Source : Allianz Global Investors, S&P Global, US Bureau of Labor Statistics. Données à décembre 2022.

STRATÉGIE MULTI ASSET :

de la flexibilité dans un environnement fluide



Gregor MA Hirt
Directeur
mondial des
investissements
multi-asset

Compte tenu de l'incertitude globale et du risque évident de récession, les marchés résistent assez bien depuis le début de l'année. Cela s'explique peut-être par une sorte de « retour à la moyenne » après une année 2022 particulièrement éprouvante et le positionnement prudent des investisseurs institutionnels pendant l'hiver. Reste à savoir si les banquiers centraux parviendront à juguler l'inflation sans faire dérailler l'économie. Les tensions accrues dans le système bancaire et les signes d'instabilité financière témoignent de l'impact du relèvement à marche forcée des taux directeurs sur l'écosystème dans son ensemble.

Comme prévu, les marchés obligataires et les marchés actions suivent des trajectoires plus divergentes après avoir, chose rare, sous-performé à l'unisson l'an dernier. Depuis le début de l'année, les actions et les obligations sont dans le vert et les portefeuilles multi asset équilibrés affichent une performance absolue positive. Alors, comment les investisseurs doivent-ils se positionner au second semestre ?

De bonnes affaires potentielles parmi les actions

Parmi les principales classes d'actifs, nous sommes particulièrement optimistes à l'égard des actions dans nos portefeuilles multi asset. Nos stratégies quantitatives et de positionnement sont assez porteuses mais, compte tenu de la possibilité d'un regain de volatilité à l'avenir, nous faisons preuve de sélectivité :

- **Marchés émergents** – Les actions émergentes, dont la performance est assez médiocre depuis le début de l'année, comptent parmi nos valeurs préférées au niveau mondial d'un point de vue relatif. Elles devraient profiter de leur valorisation attrayante et de la dépréciation du dollar américain. Le déconfinement de la Chine et le soutien du gouvernement à la deuxième économie mondiale sont de nature à favoriser un retour en grâce des marchés émergents dans leur ensemble.
- **Europe** – L'évolution des bénéficiaires suggère que les entreprises européennes résistent bien à la stagnation de l'économie. Les perspectives dépendront aussi de l'ampleur du relèvement des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne (BCE). Si cette dernière relève ses taux davantage que prévu par les investisseurs, cela pourrait constituer un nouveau frein.
- **Japon** – La politique monétaire ultra-accommodante de la Banque du Japon (BoJ) a donné un sérieux coup de pouce aux actions japonaises qui, fortes de leur valorisation



attrayante et de l'afflux de capitaux étrangers, comptent parmi les plus performantes ces derniers temps. Néanmoins, les investisseurs doivent être prêts à réexaminer leurs positions si, comme nous le prévoyons, le nouveau gouverneur de la BoJ Kazuo Ueda revoit la politique actuelle de contrôle du rendement des emprunts d'État japonais cet été, une initiative qui pourrait alimenter la volatilité sur ce marché.

Aux États-Unis, le spectre de la récession et les valorisations élevées pèsent sur une partie du marché. Les actions seront sensibles aux signes de regain de tension dans le secteur bancaire mais, pour le moment, l'inquiétude suscitée par les banques régionales américaines régresse. Les géants américains de la technologie sont portés par la nette révision à la hausse des prévisions de chiffre d'affaires pour les applications d'intelligence artificielle (IA) et les composants y afférents. L'impact réel de l'IA sur le chiffre d'affaires des entreprises reste à préciser, mais il convient de ne pas sous-estimer la puissance des nouvelles tendances sur les marchés actions.

Obligations – pivot en vue sur le front des taux directeurs

Dans le cadre d'un portefeuille multi asset équilibré, il est possible que nous soyons davantage optimistes à l'égard des obligations dans les prochains mois. Lorsque les banques centrales approcheront de la fin de leur cycle de resserrement monétaire, les obligations souveraines pourraient devenir plus séduisantes à mesure que les rendements augmenteront. Nous observons ce phénomène sur le marché des bons du Trésor américain alors que les taux courts flambent dans l'anticipation d'une fin imminente du cycle de relèvement des taux de la Réserve fédérale américaine. Les signes de ralentissement de

l'économie américaine et les récents déboires des banques régionales ont alimenté l'espoir d'un virage accommodant dans la politique monétaire de la Fed. Encore une fois, ces spéculations nous semblent prématurées.

Notre positionnement est légèrement défensif à l'égard des emprunts d'État européens dans la mesure où il est probable que la BCE resserre encore sa politique monétaire. Les investisseurs pourraient considérer les obligations souveraines des marchés émergents comme un outil de diversification grâce à la consolidation du dollar américain et aux perspectives de croissance en Chine. L'expansion économique en Chine devrait également donner un coup de pouce à certaines matières premières, compensant ainsi la baisse de la demande liée à la dégradation de la conjoncture dans le reste du monde :

- **Cuivre** – Les analystes tablent sur une offre déficitaire à l'avenir pour ce métal essentiel pour énormément de choses (depuis les stations de chargement de véhicules électriques jusqu'aux plateformes de forage pétrolier). Dans les mois à venir, nous pensons toutefois que les cours du cuivre peuvent encore baisser.
- **Or** – La diminution des rendements réels et l'augmentation des réserves d'or des banques centrales ont soutenu le métal jaune (cf. graphique 4). Les métaux précieux pourraient rester attrayants dans un environnement caractérisé par une inflation toujours élevée et des risques géopolitiques, mais il convient peut-être d'attendre un meilleur point d'entrée sur l'or.
- **Pétrole** – D'après nous, les marchés sous-estiment l'impact de la récente diminution de l'offre de l'OPEP+⁴, qui est

comparable à la destruction de la demande survenue lors de la crise financière de 2008. En outre, le cartel a clairement signalé qu'il ne tolérerait pas des prix faibles.

grandes devises telles que l'euro. Néanmoins, le dollar américain pourrait conserver son statut de valeur refuge alors que le spectre de la récession mondiale s'empare des marchés.

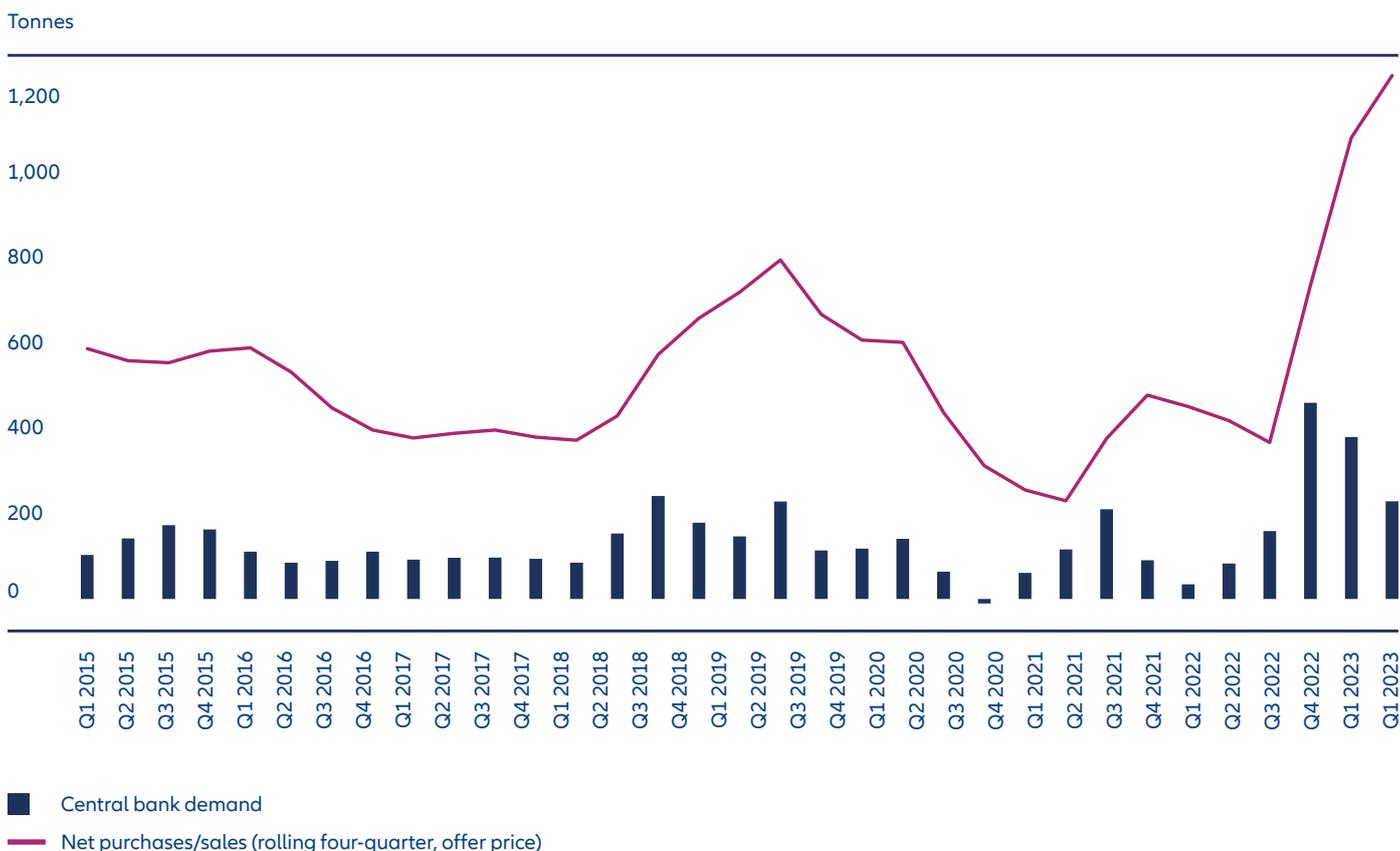
La trajectoire du dollar américain déterminante pour de nombreux investissements

La trajectoire du dollar américain sera un facteur important dans les mois à venir. Le billet vert s'est replié après avoir atteint l'an dernier son plus haut niveau depuis 20 ans face à un panier de devises. Les investisseurs pensent que la Fed a relevé ses taux d'intérêt à hauteur de ce qui était prévu tandis qu'en Europe, les taux directeurs devraient encore grimper. Les valorisations soutiennent d'autres

Nous sommes optimistes à l'égard du yen étant donné sa valorisation et le climat d'aversion pour le risque. La monnaie japonaise pourrait bénéficier d'un coup de pouce si la BoJ abandonne sa politique de contrôle de la courbe des taux.

Dans l'ensemble, nos perspectives pour les différentes classes d'actifs appellent un positionnement flexible pour profiter des opportunités parmi les actifs risqués tout en gérant le risque de récession imminente et de hausse des taux d'intérêt.

Graphique 4 : Les banques centrales se ruent sur l'or, mais pendant combien de temps le métal jaune restera-t-il une valeur refuge ?



Source : Metals Focus, Refinitiv GFMS, Conseil mondial de l'or. Données au 31 mars 2023

Tout investissement comporte des risques. La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent fluctuent et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le capital investi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. 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). Le Résumé des droits des investisseurs est disponible en anglais, français, allemand, italien et espagnol sur <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, www.allianzgi.fr, partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org) Ce document est destiné à des fins d'information uniquement. Il ne constitue pas un conseil en investissement ou une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre et ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat d'un titre.

Les points de vue et opinions exprimés dans ce document, qui peuvent être modifiés sans préavis, sont ceux de l'émetteur ou de ses sociétés affiliées au moment de la publication. Certaines données utilisées proviennent de diverses sources jugées fiables, mais l'exactitude ou l'exhaustivité des données n'est pas garantie et aucune responsabilité n'est assumée pour les pertes directes ou indirectes résultant de leur utilisation. La reproduction, la publication, l'extraction ou la transmission du contenu, quelle qu'en soit la forme, sont interdites.