

Surperformer dans un environnement de répression financière

Hong Kong, Janvier 2015



**Andreas E. F.
Utermann**
CIO Monde, Allianz
Global Investors

C'est à l'occasion de notre Forum de l'Investissement de 2012, organisé à Hong Kong, que la notion de « répression financière » nous était apparue comme la principale menace pour les économies et les marchés. Trois ans plus tard, nos CIO et stratégestes économiques se sont de nouveau réunis dans cette ville effervescente pour procéder à une revue de nos perspectives à long terme des marchés financiers. La répression financière est-elle toujours à l'œuvre à l'heure où les politiques monétaires des pays du G4 commencent à diverger ? Les efforts de réforme laissent-ils présager d'une évolution du modèle économique asiatique vieux de plusieurs décennies ? Quel est l'impact des changements démographiques sur les perspectives de la croissance mondiale ? Et quelles sont les conséquences en termes d'investissement pour nous en qualité de gérants actifs et, surtout, pour les clients que nous servons ?

Comprendre

La répression financière toujours à l'œuvre

Notre scénario macroéconomique et nos perspectives de marché à moyen et long terme restent fondés sur notre vision de l'évolution de la politique des banques centrales au sein du G4. Dans la mesure où l'économie mondiale reste en proie à des niveaux d'endettement élevés et à une croissance atone, nous sommes d'avis que la politique monétaire mondiale demeurera accommodante, sinon expansionniste. En parallèle, il est nécessaire que les mesures de politique monétaire déployées

au sein des pays développés soient accompagnées de réformes efficaces sur le front de l'offre et de la politique budgétaire. En effet, ces approches sont indissociables.

Dans ce contexte, nous estimons que la divergence de politique que nous observons dans les pays du G4 (avec d'une part, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon et, d'autre part, la Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre) n'est pas un phénomène incompatible avec nos prévisions

Allianz 
Global Investors

Comprendre. Agir.

d'un environnement de répression financière alimenté par les politiques monétaires à travers le monde. Même si la banque centrale américaine s'apprête à relever ses taux directeurs, ceux-ci ne retrouveront pas leurs niveaux historiques avant un certain temps. Par ailleurs, la Fed restera volontairement en « retard sur la courbe » afin d'atteindre son double objectif. En revanche, suite à l'avance prise par le dollar américain, nous anticipons une poursuite de l'appréciation du billet vert.

La croissance est anémique, mais une déflation mondiale et généralisée reste peu probable

L'inflation, ou plutôt l'absence d'inflation, est un thème dominant de chaque édition de notre Forum de l'Investissement. Cette année, nous avons longuement abordé la question de l'évolution de la dynamique démographique ainsi que du vieillissement du modèle économique en Asie et de l'impact de ces facteurs sur les pressions déflationnistes. Cependant, en dépit de ces pressions, plusieurs éléments nous incitent à penser que si l'inflation reste effectivement limitée, une déflation (comprise comme une période prolongée de ralentissement économique complétée par un recul des prix à la consommation) n'est pas pour autant à anticiper.

La baisse prononcée du prix du pétrole peut de prime abord sembler déflationniste, mais dans la mesure où elle s'explique par une offre excédentaire plutôt que par la faiblesse de la demande, elle devrait agir comme un facteur de relance de la croissance économique (en complément de la politique monétaire accommodante). En outre, les États-Unis ont repris leur place de première économie mondiale et poursuivent leur reprise initiée dans le sillage de la crise financière. Suite à une période de rebond, le pays a pansé ses plaies et a renoué avec une réelle vigueur économique. Un phénomène de réindustrialisation est en cours et nous observons une progression encourageante de l'emploi dans les segments les mieux rémunérés du marché du travail américain. Par ailleurs, nous observons des signes de stabilisation en Europe, tandis que les indicateurs en provenance du Japon restent décevants.

La transformation de l'Asie passe par des réformes structurelles

Hong Kong nous servant de toile de fond, l'ordre du jour de ce Forum a été en grande partie consacré aux nombreux opportunités et défis dans la région. Compte tenu du recul des excédents courants, nous avons cherché à analyser la pérennité du « modèle de développement économique de l'Asie du Nord »,

soit un ensemble de politiques favorisant d'importantes substitutions des importations ainsi que la promotion des exportations et, comme contrepoint, des taux réels bas facilitant l'accès des entreprises au crédit.

Dans ce contexte, revenir sur le cas de la Chine, pour ne retenir qu'un exemple, s'est révélé encourageant. Le pays, sous la bannière de son président Xi Jinping, a considérablement progressé sur la voie de la libéralisation du marché financier et des réformes du secteur des services dans le cadre de sa transition vers une économie davantage portée par la consommation. Des réformes sont d'ailleurs à l'œuvre dans toute la région. Elles concernent notamment le marché du travail en Inde, tandis que la Thaïlande a déployé une stratégie d'investissement baptisée « Thailand Plus One » et l'Indonésie a accru ses dépenses d'infrastructures. Le message semble clair : l'ancien modèle touche à sa fin.

À l'échelle mondiale, les changements démographiques sont spectaculaires

Concernant le reste de l'Asie, nous avons évoqué en quoi les difficultés rencontrées par le Japon, qui doit faire face au vieillissement de sa population, pourraient être un signe avant-coureur des tendances¹ et des défis démographiques qui se profilent à l'horizon pour d'autres pays. La plupart des pays développés et émergents seront confrontés à une hausse significative du nombre de retraités au cours des 20 prochaines années, tandis que leurs taux de dépendance démographique diminueront. Ainsi, en 2013, la population active a reculé pour la toute première fois dans les régions développées, hors Japon². Or, la croissance économique devrait pâtir à la fois de la baisse de la population active et de la progression du nombre de retraités dont le niveau de consommation est plus réduit. Les marchés financiers pourraient être concernés par ce phénomène, les investisseurs plus âgés étant susceptibles de reporter leurs placements sur des actifs moins risqués.

Bien entendu, il est nettement plus difficile de mesurer l'influence que ces facteurs exerceront sur les marchés financiers. En effet, si l'évolution démographique constitue un « megatrend » de notre époque, elle n'est pas pour autant une fatalité. Certaines économies pourront chercher à augmenter l'immigration nette, alors qu'une réponse durable et efficace consisterait à promouvoir une hausse du taux de natalité, comme en Suède. Même sans aller jusqu'à accroître la population active, il est

¹ Veuillez consulter le dernier rapport « World Population Prospect » des Nations Unies, ainsi que notre étude « Demographic Turning Point » (Le tournant démographique) pour plus d'informations sur les questions démographiques.

² Division de la population de l'ONU, révision de 2012

possible d'atténuer les effets du vieillissement de la population. Les rigidités structurelles sur les marchés du travail peuvent être corrigées et les réformes des régimes de retraite peuvent ouvrir la voie à une plus grande souplesse dans la fixation de l'âge légal de la retraite, voire à un report de celui-ci. À titre d'exemple, si les réformes menées dans la zone euro (à l'exception de l'Allemagne) devaient, d'ici 2020, ramener les taux d'activité au niveau de ceux actuellement enregistrés en Allemagne, la main d'œuvre de la zone euro augmenterait de près de 7%, ce qui représenterait 9 millions d'actifs supplémentaires. En outre, comme nous l'avons relevé lors d'un de nos précédents Forums de l'Investissement, les innovations régies par l'évolution des technologies pourraient constituer une source d'augmentation de la productivité et des niveaux de production sur le long terme.

Pour les investisseurs privés, les effets de ces changements démographiques sont des plus spectaculaires. Les rendements obligataires sont actuellement extrêmement bas, tandis que l'espérance de vie augmente et que la main d'œuvre diminue³. Le risque de mourir trop tôt, contre lequel le monde moderne n'a eu de cesse de lutter, devrait continuer de céder le pas au « risque de ne pas mourir assez tôt », pour reprendre la rhétorique percutante de Peter Drucker, ce qui ne fait qu'accroître la nécessité de concevoir des solutions de retraite plus créatives.

Agir

Les avantages de la gestion active

Les défis abordés lors de ce Forum de l'Investissement et des Forums précédents continuent de mettre en relief la valeur que nous pouvons ajouter en tant que gestionnaire actif, grâce à notre capacité à traduire nos idées et notre savoir-faire dans des solutions simples et transparentes au profit de nos clients.

- Dans un environnement marqué par l'atonie de la croissance moyenne et la faiblesse persistante des taux de rendement, les investisseurs doivent s'attendre à des rendements durablement inférieurs sur les marchés (« bêta »). En conséquence, la surperformance (« alpha ») devrait devenir une composante essentielle de la performance globale des investissements. Des approches d'investissement plus dynamiques, par exemple des portefeuilles intégrant une « performance active » plus importante⁴ et des stratégies visant à capturer les primes de risque⁵, peuvent contribuer à générer un alpha régulier.
- Alors que les risques géopolitiques devraient avoir des répercussions plus significatives sur les performances du marché et sur la volatilité, et que les marchés anticipent de plus en plus une remontée de la volatilité liée au manque de liquidité, les investisseurs pourraient avoir intérêt à envisager des solutions d'investissement multi-classes d'actifs hautement diversifiées et encadrées par une gestion rigoureuse des risques.
- Force est de constater que les approches traditionnelles visant à régler le problème lié au financement des retraites ne fonctionnent plus. En effet, les revenus des régimes publics se situent déjà à des niveaux très bas et devraient rester orientés à la baisse. Par ailleurs, les rendements obligataires réels sont négatifs et ils ne peuvent plus jouer le rôle de source de revenus complémentaires qui leur était traditionnellement attribué. En conséquence, nous continuons à élargir notre gamme de solutions conçues pour accompagner les investisseurs dans la gestion active de leur patrimoine après la retraite.

³ Division de la population de l'ONU, révision de 2012

⁴ Pour approfondir : « Active Share: The Parts Are Worth More Than The Whole » (La performance active : les parties valent plus que la somme)

⁵ Voir également : « Harvesting risk premium in equity investing » (Capturer les primes de risque sur les marchés d'actions)

Conclusions en termes d'investissement

En cherchant à identifier les investissements qui sont source de valeur pour nous et nos clients, nous avons tiré plusieurs conclusions tranchées :

- Alors que la répression financière est toujours à l'œuvre et que les bons du Trésor américains et les Bunds allemands sont surévalués, notre principale conviction se confirme toujours dans les faits : le plus grand risque consiste à ne prendre aucun risque.
- Les marchés financiers devraient continuer de générer des opportunités d'investissement attrayantes, mais les investisseurs devront faire preuve de sélectivité.

La gestion active est au premier rang des opportunités et des défis du monde de l'investissement pour l'année à venir et au-delà.

- Les perspectives concernant les obligations et les devises des marchés émergents restent positives pour les investisseurs à long terme. Les rendements nominaux sont attractifs et de nombreuses devises sont sous-évaluées en termes de pouvoir d'achat.
- Les actifs de la zone euro devraient structurellement bénéficier de la consolidation de l'union monétaire, des restructurations d'entreprises et de la faiblesse des taux de rendement.
- Dans un environnement caractérisé par une croissance plus faible et des rendements très bas, les dividendes⁶ restent un élément clé de la performance des actions.
- Les dividendes, les émissions d'obligations d'entreprises high yield et la dette émergente peuvent également contribuer à générer des revenus très recherchés.

- Les stratégies d'investissement capables de générer des primes de risque supérieures sur le long terme, notamment les solutions ciblant les petites capitalisations internationales, devraient continuer de bien performer.
- Il est suggéré aux investisseurs institutionnels ayant un horizon d'investissement à long terme de chercher à capturer les primes de liquidité.
- Les stratégies d'investissement alternatives, aussi bien liquides (« long/short » et « market-neutral ») qu'illiquides, peuvent offrir des opportunités de performance positive, car elles ne sont pas exposées, ou tout du moins sont plus faiblement exposées, au bêta du marché.

La gestion active est au premier rang des opportunités et des défis du monde de l'investissement pour l'année à venir et au-delà.

Andreas E. F. Utermann

⁶ Voir également :
« Les stratégies de rendement dans un contexte de répression financière »

Publication

Allianz Global Investors GmbH

Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research

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

Source des données, non mentionnées :
Thomson Financial Datastream.
Janvier 2015

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, 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) La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite.