

Convictions

La lettre du Chief Investment Officer

Allianz 
Global Investors



Franck Dixmier

Directeur Général Adjoint, CIO
Allianz Global Investors France

La confiance est un ingrédient essentiel de la perception des investisseurs, et les évolutions récentes des marchés nous l'ont rappelé si nécessaire : le reflux progressif de l'aversion pour le risque a ainsi constitué l'élément déclencheur de la forte progression des actifs risqués ces derniers mois. Alors doit-on y croire ?

Avec le recul, les niveaux atteints début mars dans le creux des marchés paraissent excessifs... Pourtant, peu d'acheteurs ont participé à une hausse qui s'est faite dans des volumes faibles, sans réels flux nouveaux.

Pourquoi ces réticences, quand la valorisation des actions indiquait des niveaux de décotes historiques ?

Des investisseurs en perte de repères

Les investisseurs étaient probablement victimes d'une perte de repères. La contraction de l'activité entre la fin 2008 et les premiers mois de 2009 a été extrêmement brutale et globale. Il a fallu un formidable faisceau d'annonces, de plans de relance et une politique monétaire proactive et innovante pour courber une tendance qui, si elle s'était confirmée, nous aurait menés dans un scénario de dépression et de déflation. Le risque systémique écarté, la compression

« La sortie de crise ne sera pas identique aux sorties de récessions précédentes »

récente des primes de risque est-elle pour autant raisonnable ? Les marchés semblent aller un peu vite, et plusieurs arguments plaident pour la prudence.

Considérant la nature profonde de la crise, il est illusoire de penser que la sortie de crise se fera à l'identique des sorties de récessions précédentes.

Aux Etats-Unis, la consommation sera durablement contrainte par un objectif de reconstitution du taux d'épargne ; la chute de l'immobilier et des marchés, la sous capitalisation des fonds de pension, la généralisation d'un chômage de masse, plaident pour un changement profond des comportements de consommation des ménages.

Au sein des pays de l'OCDE, les perspectives macroéconomiques restent globalement maussades : une moindre dégradation, comme validée par les dernières statistiques, on le sait, ne signifie pas que la croissance redémarre... Après un rebond technique lié à une stimulation temporaire de l'activité, les économies développées vont connaître au cours des 18 prochains mois un profil de croissance anémique, d'inflation nulle, avec à la clé - compte tenu de l'ampleur des destructions de capacités de production - une révision à la baisse de la croissance potentielle... C'est-à-dire de la croissance de demain !

Attention à ne pas tourner trop vite la page de la crise financière

Malgré un enthousiasme retrouvé des banques américaines pour quitter un carcan d'aides d'Etat trop étiré pour elles (ou pour les rémunérations de leurs dirigeants), gardons en tête que les bilans bancaires sont loin d'être

assainis... Les pertes à venir sur le cœur d'activité des banques, les prêts, sont vraisemblablement largement sous-estimées. Les conséquences de la solvabilité fragile des établissements financiers sur une raréfaction de l'offre de crédit se font d'ores et déjà sentir, et ce phénomène est durable.

Enfin, on peut s'interroger sur les conséquences, écrasantes pour demain, des solutions d'aujourd'hui : ce nouveau rôle dévolu à l'Etat, à la fois prêteur, consommateur et investisseur en dernier ressort, a pour contrepartie une dégradation des dettes publiques sans précédent dans un laps de temps aussi court. Les marchés de taux ne s'y sont pas trompés, et la tension récente des rendements des emprunts d'Etat souligne opportunément que la politique budgétaire est de plus en plus contrainte, alors même que la politique monétaire a pratiquement épuisé ses moyens de soutien à l'activité.

Gare aux répliques

Après avoir enregistré une phase paroxystique fin 2008, le régime de volatilité qui s'est installé sur les marchés ces derniers mois décrit un contexte de risque encore élevé, mais qui tend à se normaliser... Après le séisme de 2008, gare aux répliques, même si elles sont d'intensité plus faible. Dans l'environnement que nous décrivons, il est probable que les marchés actions nous fournissent dans les prochains mois des niveaux d'achats plus favorables. Dans l'intervalle, les marchés de taux, et notamment de dettes gouvernementales, constitueront une alternative crédible.

Achévé de rédiger le 07 juillet 2009

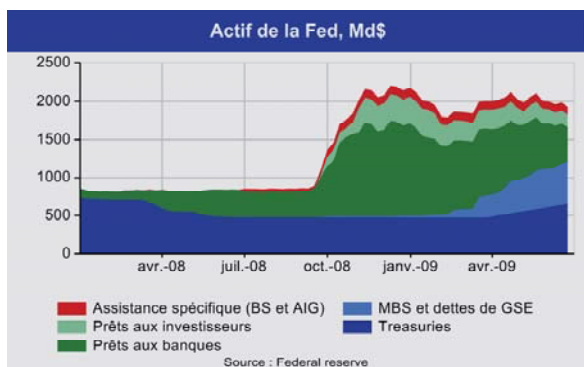
Point économique - Quels risques inflationnistes ?

Le retour d'une inflation forte alimente depuis le printemps l'inquiétude sur les marchés. Les mesures exceptionnelles mises en œuvre depuis octobre 2008 par les banques centrales font massivement appel à la planche à billet. Or, d'un point de vue monétariste, ceci pourrait générer de l'inflation à long terme, celle-ci « étant toujours et partout un phénomène monétaire » selon la célèbre formule de Milton Friedman. Dans le même temps, les déficits publics atteignent des niveaux inconnus en temps de paix, les gouvernements ayant opté pour la relance keynésienne. Toutefois, le risque de dérapage nous paraît très secondaire.

En effet, depuis septembre dernier, la dégradation brutale de la situation économique et la crise financière ont amené les banques centrales à prendre des mesures sans précédent.

Des mesures sans précédent

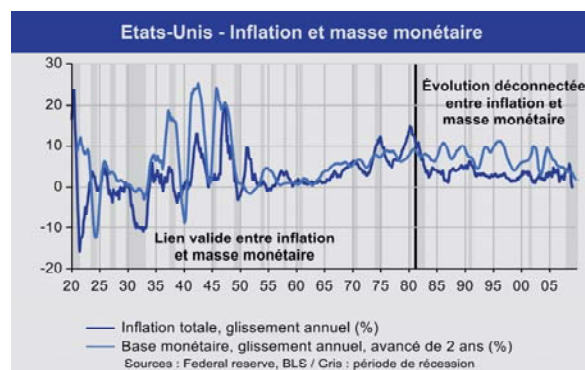
Les taux directeurs atteignent des planchers historiques aux Etats-Unis (0,25 %), en Angleterre (0,5 %) et en zone euro (1 %). Les banques centrales ont aussi mis en place des politiques de credit easing. Ceci consiste à fournir de la liquidité sans limite au secteur financier, à prêter directement aux investisseurs (1 000 Md\$ prévus aux Etats-Unis) et à procéder à des achats d'actifs financiers, que ce soit des bons du Trésor (300 Md\$ aux États-Unis) ou des produits titrisés (1 250 Md\$ de MBS aux Etats-Unis, 60 Md€ de dettes sécurisées en zone euro).



Si ceci se traduit bien par un gonflement sans précédent de la base monétaire, son potentiel inflationniste est plus que limité par un certain nombre d'éléments.

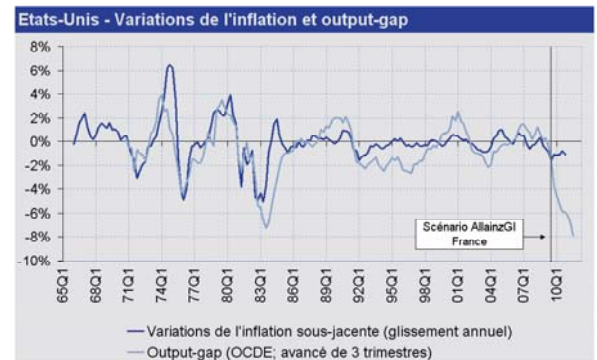
Un potentiel inflationniste limité

Premièrement, il convient de garder à l'esprit que la théorie monétariste a été développée en partie pour expliquer les raisons de la Grande Dépression. Elle fait le lien entre cette crise et la contraction de la masse monétaire. L'une des conclusions est que des mesures destinées à empêcher ce mouvement de recul auraient pu limiter la chute de l'économie. Une forme de credit easing aurait donc été souhaitable à cette époque.



Ensuite, si aux Etats-Unis et en zone euro, le lien de long terme entre masse monétaire et inflation semble assez robuste jusqu'au début des années 80, il est très lâche depuis. De plus, il convient de garder en tête que les excès de capacités, déjà particulièrement importants, sont toujours en formation. Par exemple, sur le marché du travail, la hausse continue du taux de chômage jusque fin 2010 va peser durablement sur les salaires et les prix. L'ampleur de ces excès est telle qu'il faudra plusieurs années de croissance forte pour les résorber.

Or, les tendances de fond, notamment du côté des ménages, resteraient défavorables à moyen terme pour les grandes économies développées et la croissance serait durablement affaiblie.



Le scénario d'AllianzGI France est celui d'une fin de la récession « dure » au 1^{er} semestre 2009, suivie d'une reprise largement technique (moins de déstockage) et sous perfusion (plans de relance). Toutefois, cette reprise s'essoufferait rapidement, et les économies retomberaient au 2nd semestre 2010.

Enfin, comme l'a montré le Japon depuis près de 20 ans, la mise en place de mesures agressives de politique monétaire associées à des relances budgétaires n'est pas une condition suffisante pour générer de l'inflation.

Eviter un enlèvement dans la déflation

Dans ce contexte, les tensions désinflationnistes s'installeraient durablement. Nous tablons sur une inflation, hors énergie et alimentation, proche de 0 % fin 2010 aux États-Unis et en zone euro. Tirant les leçons du passé, notamment de la « décennie perdue » japonaise, les banques centrales ont donc choisi d'agir vite et fort pour éviter un enlèvement dans la déflation.

Un scénario peu vraisemblable

Au final, les risques inflationnistes ne pourraient se matérialiser à long terme que si le credit easing se maintenait alors que les situations économiques (output gap réduit et chômage en baisse) et financières se seraient normalisées. Or, un tel contexte paraît très peu vraisemblable, les banques centrales ayant choisi de communiquer très tôt sur leur stratégie de sortie (exit strategy), réaffirmant leur fidélité à leur mandats, à savoir la stabilité des prix.

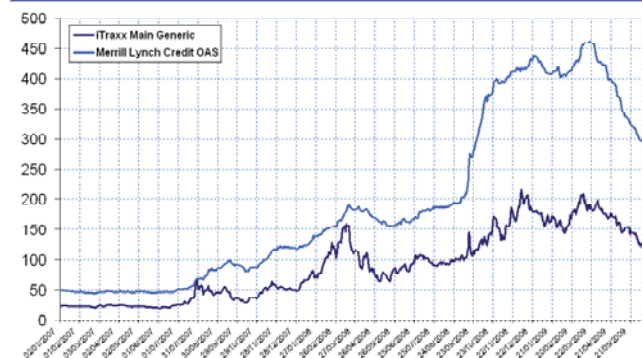
Guillaume Guidoni
Economiste

Marchés obligataires - Des marchés obligataires encore attractifs

La crise du crédit qui avait failli emporter le système financier à l'automne dernier s'est considérablement estompée, grâce aux réactions extrêmement proactives des banques centrales et des gouvernements, ainsi qu'à leur capacité d'innovation financière sans précédent.

La dégradation des conditions macro-économique, avait déjà conduit la plupart des banques centrales à adopter une politique de réduction rapide des taux d'intérêt. Jamais depuis 1694, fondation de la Banque d'Angleterre, les taux directeurs du Royaume-Uni n'avaient été si bas, tombant à 0,50 %. Ceci est tout aussi vrai, concernant la Banque Fédérale américaine et la BCE. Très vite, cette politique a dû être complétée par des injections massives de liquidités dans un système financier tétanisé par l'ampleur des pertes affichées par les banques et les autres institutions financières.

Evolution des indices Merrill Lynch Credit OAS et iTraxx Main generic



Devant l'ampleur des événements, les Etats ont été contraints d'adopter également des mesures de soutien tous azimuts. S'est ainsi opéré un transfert des risques de la sphère privée vers la sphère publique. Cette dernière s'en trouve ébranlée, car elle doit massivement refinancer par l'emprunt, le creusement de ses déficits. En zone euro, les répercussions sur les titres gouvernementaux se sont concrétisées par un retour à une discrimination et une augmentation marquées des écarts de rendements entre les différents pays. Ces écarts sont une source d'opportunités d'investissement, mais il convient d'éviter les pays les plus touchés par la crise, comme l'Irlande.

Aujourd'hui, les marchés obligataires sont soumis à deux forces contradictoires

D'une part, ils restent convaincus que la résolution de la crise prendra du temps, ce qui signifie que les banques centrales maintiendront longtemps des taux courts bas. Cette situation constitue un ancrage, éloignant ainsi la probabilité d'un krach obligataire. D'autre part, le volume historique des émissions et les abaissements de notation de la dette de certains Etats rendent les investisseurs plus exigeants en matière de rémunération. En outre, les anticipations inflationnistes des marchés, qu'elles

soient fondées ou non, renforcent la nécessité d'une prime de terme importante (rendement d'autant plus élevé que la maturité des obligations s'allonge). En définitive, la courbe des taux devrait rester pentue, rémunérant correctement le risque de sensibilité. Nous préconisons de maintenir une exposition en durée des portefeuilles supérieure aux indices de référence, en privilégiant les maturités comprises entre 5 et 10 ans.

Un volume d'émissions sans précédent sur le crédit

Depuis le début de l'année, le compartiment du crédit obligataire a été, lui aussi, extrêmement actif. De nombreuses entreprises se sont présentées à l'émission pour des montants représentant globalement près de 180 milliards d'euros en six mois. Les investisseurs se sont précipités à l'achat, malgré la montée historique des probabilités de défaut. Ils estimaient être suffisamment rémunérés par le surplus de rendement offert, au-dessus des emprunts d'Etat. Aujourd'hui, devant le succès de la demande, les primes se réduisent sensiblement, sur les deux compartiments de notation « *investment grade* » et « *high yield* ». Elles convergent vers un point d'équilibre où le risque ne sera couvert qu'en cas d'amélioration tangible de la croissance économique. Il convient donc de faire preuve de la plus grande sélectivité parmi les sociétés capables de faire face à une lente reprise de la conjoncture.

Thierry Million
Responsable de la Gestion Taux

Marchés Actions - Le marché nous a fait son cinéma

Le marché nous a fait son cinéma, avec sa panoplie d'effets spéciaux qui peuvent faire penser à un mirage boursier. C'est comme cela que nous interprétons le rallye que nous venons de vivre.

Certes, les niveaux de valorisation sur une rétrospective très longue montrent que pour l'investisseur très long terme, la classe d'actif est attrayante. L'aversion pour le risque avait atteint des niveaux que la génération des opérateurs de marchés actuels n'avait jamais connus.

Les anticipations de croissance à long terme se sont singulièrement dégonflées, preuve que le pessimisme des investisseurs est extrême. Mais dans ce contexte, pourquoi les valeurs défen-

sives, qui offrent à priori la plus forte visibilité, sont-elles si délaissées au profit des cycliques ? Nous avons assisté à un phénomène de normalisation dans la valorisation des cycliques, et nous sommes arrivés au bout de ce processus. Il n'y a plus beaucoup de zones de rattrapage possible dans ce pan de la cote.

En revanche, dans un monde sans croissance, et avec un risque non négligeable de déflation dans les pays développés, la « *value* » se cache aujourd'hui dans les défensives. Nous avons une préférence pour les grandes valeurs, leaders dans leur secteur, avec un bilan sain et une capacité à générer des « *free cash flow* » dans cette conjoncture ; on pourrait presque les comparer à des obligations perpétuelles.

Un pari « win-win »

En effet si le marché doit poursuivre sa hausse, il portera son attention sur ces valeurs qui offrent un double intérêt : d'une part celui d'offrir un rendement attrayant et en général sans trop de risque, même si le dividende est de plus en plus souvent proposé d'être versé en actions ; d'autre part celui d'offrir des points d'entrée historiquement bas en termes de valorisation absolue.

Dans le cas où le marché recommencerait à broyer du noir, parce qu'il repense à la déflation, ces valeurs baisseront moins que l'ensemble du marché.

Catherine Garrigues
Co-Responsable de la Gestion Actions

Allocation d'actifs

Profiter de la baisse de la volatilité pour rechercher de la convexité

Alors que l'année 2009 a commencé sous les pires auspices économiques et boursiers il n'aura fallu attendre que trois mois pour que les acteurs de marché se remettent à espérer une sortie de crise rapide, le désormais fameux rétablissement en forme de « V ».

Un retournement brutal des anticipations synonyme de renormalisation des marchés

Sur les marchés financiers, le retournement des anticipations macro-économiques à partir de la mi-mars nous a valu un retournement tout aussi brutal des performances des classes d'actifs. L'aversion aux risques, notamment la volatilité, est revenue sur des niveaux d'avant Lehman et après avoir assisté à la dislocation des modèles historiques, en particulier les couples rendement/risque, nous sommes revenus dans un monde plus appréhendable. Le retour à des corrélations normales, alors que celles-ci avaient volé en éclat à partir de septembre avec la chute de l'ensemble des actifs risqués, offre de nouveau la possibilité de construire des portefeuilles convexes.

Dans ce contexte comment positionnons-nous notre allocation d'actifs ?

Prudence sur les actions

Notre message de prudence sur les marchés d'actions (communiqué lors de notre conférence du 26 mai) reste de mise. Depuis le point bas de mars nous avons corrigé les excès et écarté le risque systémique. Les valorisations actuelles, même si elles restent attractives à long terme, nous semblent proches d'un niveau d'équilibre et compte tenu des incertitudes et des risques auxquels nous ferons face d'ici à la fin de cette année il nous semble opportun de ne pas surexposer cette classe. Au sein des actions notre préférence continue d'aller aux actions des pays émergents dont les gouvernements

ont les moyens de soutenir leurs économies ou qui pourront profiter d'un éventuel deuxième choc sur les matières premières. En revanche nous continuons d'être sous exposés au marché actions japonais. Les défis auxquels le Japon fait face (vieillesse de la population, incertitude politique, déflation, vigueur du yen, baisse de la consommation) devraient peser sur les entreprises nipponnes, leur globalisation ne compensant que partiellement leur ancrage national.

Profiter du rendement du crédit

Notre conviction que les craintes d'inflation sont prématurées nous conforte dans notre surpondération des produits de taux (en-dehors des indexés inflation évidemment). D'autant que les banques centrales ne laisseront pas déraiser les taux longs. Cela risquerait d'enrayer les tentatives de reprise de la croissance et de provoquer une rechute des économies. Nous conservons donc une position longue sur les marchés de taux d'Etat dans un contexte qui devrait leur rester favorable (absence de risque d'inflation à moyen terme et volonté des banques centrales d'éviter toute remontée trop brutale des taux longs).

Au sein de la classe taux notre préférence continue d'aller aux obligations d'entreprises en catégorie crédit. Elles continuent d'offrir un rendement attractif malgré le resserrement des spreads depuis le point bas de mars. En revanche nous sommes revenus à une position plus prudente sur les marchés du « *high yield* » suite au violent mouvement de resserrement des « *spreads* » qui valorisent correctement la hausse des défauts.

Privilégier les diversifications

Enfin avec la baisse de la volatilité nous privilégions au sein de notre allocation des classes d'actifs diversifiantes qui apportent un surcroît de décorrélation et améliorent le couple rendement/risque de nos portefeuilles.

Ainsi, nous sommes positifs sur les matières premières. Le principal risque n'est pas une rechute violente des prix mais plutôt une deuxième bulle, en particulier si le dollar venait à faiblir. Nous sommes également positifs sur l'or qui conserve son attrait en tant que valeur refuge, si les anticipations d'amélioration rapide de la situation économique venaient à se retourner, et qui protège également, même si nous ne le prévoyons pas, d'un retour de l'inflation.

Nous avons aussi initié une position sur les convertibles. Ce marché longtemps à l'abandon bénéficie d'un surcroît d'intérêt à la fois de la part des émetteurs mais aussi des investisseurs. Les primes d'émissions apparaissent élevées, et l'option attachée, favorable aux porteurs.

L'intégration de ces diversifications dans nos portefeuilles dans un contexte de réduction de l'aversion au risque et de la renormalisation des couples rendement/risque permet d'améliorer la convexité des portefeuilles.

Ainsi construite, cette allocation d'actifs devrait profiter de l'amélioration actuelle de la situation économique. En revanche, si la situation venait à se dégrader, elle offrirait une meilleure résistance à la remontée de l'aversion au risque.

Thomas Vlieghe
Gérant Diversifiés

www.allianzgi.fr

Directeur de la publication :
Géraud Brac de La Perrière.

Ont participé à ce numéro :
Franck Dixmier, Thomas Vlieghe, Guillaume Guidoni, Thierry Million, Catherine Garrigues.

Conception et réalisation :
Samir Boukhatem, Communication
Allianz Global Investors France

Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient.

La présente publication a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France.

Document non contractuel.

www.allianzgi.fr