

Convictions

La lettre du Chief Investment Officer (CIO)

Allianz 
Global Investors

Allianz Global Investors
Investments Europe

Dilemme

Ne boudons pas notre plaisir, les chiffres sont là pour le démontrer : la croissance des économies développées est robuste, soutenue par une reprise du commerce mondial qui en volume au premier trimestre 2011 a dépassé les plus hauts niveaux d'avant crise. Dans la zone euro, le cycle de restockage continue à surprendre positivement par son ampleur et sa durée, tandis que l'activité manufacturière en Allemagne et en France prouve sa solidité et devrait rester bien orientée à la lecture des indicateurs avancés. Enfin, la bonne surprise de 2010 confirmée en cette fin de premier trimestre 2011 est le réveil du consommateur en Allemagne : après avoir souffert d'un partage défavorable de la valeur ajoutée pendant une décennie, il bénéficie, à la faveur d'un taux de chômage au plus bas depuis 18 ans, d'un réel pouvoir de négociation sur les salaires et ajuste en conséquence sa consommation à la hausse.

Accumulation des risques

La contrepartie de cette expansion retrouvée est bien connue : les pays développés sont sortis de la Grande Récession avec des finances publiques exsangues tandis que les Banques Centrales ont testé, voire reculé, les limites de ce qu'elles pouvaient prodiguer en termes de politiques monétaires reflationnistes. Ce simple constat, qui n'a rien de nouveau, pour nous rappeler le côté fragile, « *acheté à crédit* », voire subventionné, de la croissance de ces deux dernières années.

L'accumulation des risques sur la période récente, n'en apparaît que d'avantage porteuse de menaces, avec cette question en filigrane : les économies développées sont-elles aujourd'hui en état de supporter un choc majeur ?

Pour répondre à cette question, nous retiendrons deux scénarios adverses qui, sur l'échelle des risques, sont principalement ceux qui par leur impact pourraient potentiellement mettre en péril cette reprise très chèrement acquise :

- un choc d'offre durable sur le pétrole dans un scénario par exemple de contagion à l'Arabie Saoudite des troubles au Moyen orient ;
- une crise profonde sur la dette souveraine.

Problématiques de solvabilité

Le premier, d'ordre exogène, s'assimile à un Cygne Noir : difficile à anticiper, nous savons seulement que cela peut arriver avec des conséquences ravageuses, en termes d'inflation dans un premier temps, mais surtout sur les perspectives de révision à la baisse de la croissance attendue.

La crise de la dette est d'une autre nature : endogène par définition, c'est une épée de Damoclès que les investisseurs vont devoir supporter au dessus de leur tête pendant de longues années.

Dans la zone euro, le sommet européen fin Mars 2011 a apporté des réponses techniques, avec des mécanismes de



Franck Dixmier

CIO d'AllianzGI Investments Europe

financement conditionnel dimensionnés d'une manière crédible, complétées par des engagements de coordination accrue des politiques économiques des Etats membres.

Les problématiques de solvabilité, elles, ne sont pas résolues et ne vont pas se régler en quelques mois mais s'évaluent à la lumière d'années d'effort. Or l'essentiel est là, avec pour les investisseurs une question essentielle qui reste ouverte : dans quelle mesure, au sein d'une Union Monétaire, des pays à la balance courante structurellement déficitaire - qui donc par définition accumulent de la dette - peuvent ils éviter à terme une crise d'insolvabilité ?

Une lecture optimiste voudrait que le coût de financement réduit des Etats bénéficiant de l'ESM (Mécanisme européen de stabilité) permettrait de réduire le montant de l'excédent primaire requis afin de stabiliser la dette dans un premier temps puis la faire refluer. Cette hypothèse impliquerait un engagement de long terme des créateurs de l'ESM, les pays du cœur de la zone euro, qui se retrouveraient in fine principaux porteurs de dette souveraine des pays bénéficiant de ce soutien. En conséquence, les inves-

tisseurs privés n'auraient aucun intérêt à vendre leurs titres sur les décotes actuelles puisqu'ils seraient remboursés au pair. L'alternative, en cas d'échec de la mise en œuvre de réformes structurelles, mènerait au défaut inévitable ; à travers les évolutions récentes des spreads, c'est aujourd'hui le scénario privilégié par le marché pour les dettes grecques, irlandaises et portugaises.

Tandis que les marchés concentrent leurs feux sur la zone euro, ils ne regardent pas ailleurs. Pour combien de temps ? Compte tenu des enjeux systémiques potentiels, il est paradoxal de constater aujourd'hui que le thème du caractère soutenable de l'endettement public ne concerne aujourd'hui que les trois « usual

suspects » de la zone euro (PIG), alors même que l'endettement aux Etats-Unis et au Japon suscitent une nervosité croissante au sein des agences de notation et l'aversion naissante de grandes maisons de gestion. Une crise de confiance sur la dette américaine, d'une taille supérieure à 14 trillions USD, entrainerait les marchés dans des territoires inconnus.

La réponse à la question posée est sans surprise : les économies développées, encore fragiles, seraient très durement touchées dans les 2 scénarii évoqués.

Dans cet environnement de risque accru, dont la matérialisation serait de nature à compromettre durablement la reprise des deux dernières années et les perspectives de valorisations sur l'ensemble

des classes d'actif, l'investisseur se trouve face à un dilemme.

Pour notre part, tout en faisant preuve d'une grande vigilance nous nous en tenons à nos convictions : les entreprises dans l'univers des actions et du crédit à haut rendement offrent d'un point de vue fondamental les meilleures perspectives de valorisation. En termes de stratégie d'allocation, nous intégrons cette nouvelle dimension de risques croissants en réduisant nos sur-expositions en actifs risqués, en gérant d'une manière active et tactique nos allocations, avec une attention particulière sur les niveaux de risque ex-ante dans l'ensemble de nos portefeuilles.

Achevé de rédiger le 5 Avril 2011

Économie : aperçu macro-économique

Notre scénario d'investissement reste centré sur la poursuite de la reprise dans les pays développés, en dépit des aléas divers susceptibles de l'affecter.

Aux Etats-Unis, grâce au deuxième plan de refinancement de la dette publique par la Fed, appelé « QE 2 » (quantitative Easing 2), la croissance semble pouvoir atteindre un rythme légèrement supérieur à son potentiel. Ce

« *dopage* » monétaire, relance le crédit commercial et industriel, à un rythme proche de 10% depuis trois mois. Le secteur manufacturier, l'investissement et l'exportation sont les principaux soutiens de l'activité. En effet, la disparition des remises fiscales, la hausse des prix de l'énergie, la modeste progression des salaires et la stabilité du taux d'épargne brident la consommation.

L'économie européenne accélère également, mais ne devrait pas atteindre un dynamisme comparable. Certes l'Allemagne, tournée vers l'exportation, reste le moteur de son activité. Mais les difficultés de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, les mesures d'austérité budgé-

taire prises dans tous les pays, enfin le resserrement de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE) dès ce printemps modéreront la reprise.

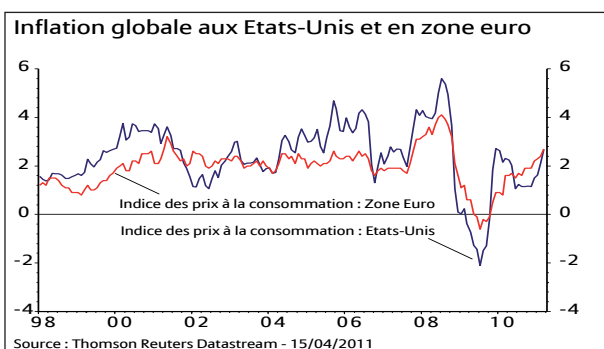
Toutefois, plusieurs risques se tiennent en lisière de notre scénario.

Tout d'abord, l'inflation globale aux Etats-Unis et dans la zone euro augmente avec le cours de l'énergie et le prix des

de l'année prochaine. Aux Etats-Unis, la Federal Reserve (Fed), désormais libérée du risque de la déflation, est soucieuse d'amortir l'impact sur les taux longs de la fin du programme d'achat d'obligations du Trésor. Elle ne devrait donc pas remonter son taux directeur avant la fin de l'année, laissant le dollar faiblir encore devant l'euro.

Ensuite la croissance des pays émergents. Le resserrement à l'œuvre de leurs politiques monétaires doit juguler l'inflation en modérant l'activité. Nous pensons que la croissance s'infléchira sans être remise en cause, car les fondamentaux macro-économiques de ces pays restent sains.

En dernier lieu, un choc exogène, car la reprise est vulnérable. Son rythme est plus lent que celles qui l'ont précédée, et le chômage baisse lentement. L'endettement des agents économiques demeure élevé, et le refinancement de certains Etats de la zone euro difficile. Enfin, les régimes des pays arabes sont fragiles, et jettent une incertitude sur le cours du pétrole, facteur clé de la croissance.



matières premières minières et agricoles. Le phénomène devrait être transitoire, et se normaliser d'ici à la fin de l'année. Mais l'inflation sous-jacente s'élève au dessus de son plus bas. Or, les banques centrales divergent. Dans la zone euro, la BCE, inquiète d'un risque d'inflation de « *second tour* », pourrait porter progressivement son taux à 2% d'ici au début

Le marché des obligations d'Etat en Europe

Alors que l'inquiétude née de l'accident nucléaire de Fukushima se dissipe, la dynamique de croissance, la hausse du prix des matières premières et son impact inflationniste nourrissent la remontée des taux.

Sur les échéances courtes, les évolutions divergent de part et d'autre de l'Atlantique.

Aux Etats-Unis, l'hypothèse d'un nouveau programme d'interventions quantitatives a perdu de sa vraisemblance. Avec la reprise de l'activité, la Fed se soucie plutôt de gérer la fin de celui qui s'achève. Au risque de paraître « *behind the curve* », c'est-à-dire en retard sur les évolutions macroéconomiques et monétaires, elle devrait attendre que le marché immobilier se stabilise, probablement en fin d'année, avant de remonter son taux directeur.

Dans la zone euro au contraire, malgré les difficultés persistantes de ses membres les plus fragiles, la BCE initie un cycle de resserrement monétaire. Eu égard à l'importance du volet bancaire dans la crise financière de ces Etats, nous surveillons étroitement le marché et les agrégats monétaires afin d'anticiper au mieux l'action de la BCE.

Sur les échéances longues, les taux devraient continuer de se redresser indépendamment des aléas prévisibles. Dans nos approches stratégique et tactique, nous nous sous-exposons donc en termes de duration globale sur les échéances les plus susceptibles d'en souffrir, principalement les maturités comprises entre 3 et 7 ans.

Nos portefeuilles sont neutres sur l'Espagne, dont les fondamentaux s'améliorent, mais dont la moitié du système bancaire

la plus fragile peine à se restructurer ; sur l'Italie, dont le solde budgétaire s'approche d'un excédent primaire, et dont le système bancaire se renforce. Ils sont sous-exposés sur la Grèce, l'Irlande et le Portugal, mais également sur la Belgique affaiblie par ses difficultés politiques. Ils le sont également sur la France, dont les taux sont trop bas eu égard à la qualité de ses fondamentaux. Ils privilégient toujours l'Allemagne, dont la solvabilité est sans égale parmi les pays développés. Cependant, les mécanismes de solidarité financière au sein de l'Union Monétaire augmentent les engagements de ce pays : ils contribueront à la remontée de ses taux longs.

Quant aux obligations indexées à l'inflation, nous nous y intéressons à nouveau. En effet, les points morts, représentatifs de l'inflation anticipée, montent plus rapidement que les taux nominaux.

Le marché du crédit privé en Europe

Nous sommes globalement neutres sur le crédit privé, dit « *corporate* ».

L'investisseur s'inquiète des risques inflationnistes avec la hausse du prix de l'énergie et des matières premières, économiques avec la remontée des taux courts et longs, énergétiques et économiques encore avec les catastrophes au Japon, politiques enfin avec l'instabilité des pays arabes.

Néanmoins, sur le plan économique, la croissance mondiale en 2011, attendue à 4,5 %, et la santé financière des entreprises sont propices à la dette « *corporate* ».

Sur le plan technique, après les importantes émissions lancées en 2009 et 2010, l'offre est moindre. Mais la demande reste ferme. Le rendement de ce segment d'actif est d'autant plus avantageux que certains grands emprunteurs offrent une diversification des risques géographiques

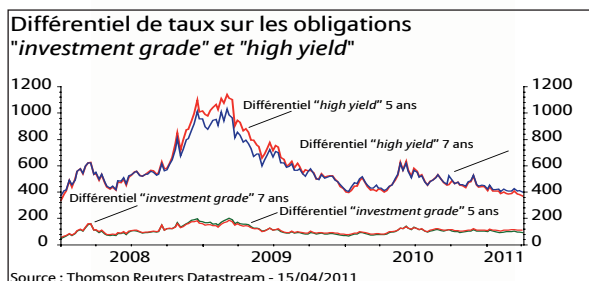
et industriels, attrayant quand le doute entache la plupart des dettes publiques.

Sur les meilleurs risques, dits « *Investment Grade* », le différentiel de taux atteint 0,93 et 1,09 % à 5 et 7 ans. Parmi eux, les banques qui se sont redressées, devraient procéder à des émissions moins nom-

de toutes les banques de la zone euro. Nous restons positifs sur le secteur des assurances.

Sur le segment de la dette plus risquée, dite « *high yield* », le différentiel de taux ressort à 3,73 et 4,01 % à 5 et 7 ans. La rémunération paraît séduisante, alors que le taux de défaut anticipé continue de reculer. Nous privilégions les sociétés qui construisent leur croissance à l'international, en dehors de la zone euro. Et nous évitons celles qui pourraient être tentées de financer leur croissance externe par l'endettement, au préjudice de leurs ratios financiers.

Sur le segment des obligations convertibles, l'offre devrait s'étoffer au fur et à mesure du raffermissement des taux longs. D'ores et déjà, nous nous intéressons aux titres émis par le secteur de l'exploration pétrolière et des mines. Puisque la hausse



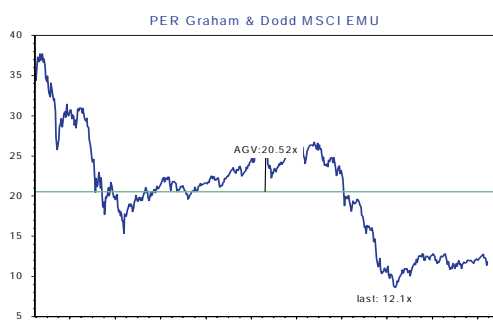
breuses qu'attendu. De négatifs, nous devenons neutres sur les dettes bancaires « *senior* ». En effet, en excluant de mettre à contribution leurs détenteurs pour résoudre les difficultés de l'Irlande, l'Union Monétaire rassure les créanciers senior

du cours des matières premières peut nourrir l'inflation, nous préférons être créanciers des sociétés qui les fabriquent et les vendent, plutôt que de celles qui les

achètent et les transforment. Eu égard à la solidité financière et aux perspectives des premières, leur dette convertible offre, en même temps qu'une protection à la

baisse de par sa nature obligataire, une option intéressante sur la croissance et le cours de leur production.

Le marché des actions en Europe



Source : Thomson, Reuters, Datastream,
AllianzGI Investments Europe - 15/04/2011

Après d'excellents chiffres macro-économiques et résultats d'entreprise en début d'année, les marchés d'actions ont résisté à l'instabilité politique des pays arabes, à la hausse des cours du pétrole et des matières premières, au raffermissement de l'inflation, comme aux catastrophes survenues au Japon.

Ces marchés paraissent en effet fondamentalement sains. En baisse marquée depuis 10 ans, ils valorisent des entreprises dont la santé financière est excellente et les résultats au plus haut. Les multiples de valorisation (PER) comptent ainsi parmi les plus bas depuis vingt ans, la prime de risque parmi les plus hautes, plaçant

les dividendes en concurrence avec le coupon des titres d'Etat. Comparée à celle des autres actifs cotés, la rentabilité des actions a rarement été plus attrayante. Les entreprises ne s'y trompent pas, qui assortissent leurs OPA de primes inhabituelles : 78 % aux actionnaires de National Semiconductor, 60 % à ceux de Bulgari, 50 % à ceux de Rhodia. A leurs yeux, les marchés sous-estimaient largement la valeur industrielle de leurs proies.

Si l'optimisme exprimé en début d'année est confirmé, il doit être nuancé.

En premier lieu, parce que la crise a engagé les entreprises dans un intense effort de restructuration, aujourd'hui achevé. Les marges ont retrouvé leurs plus hauts niveaux connus. Désormais, leur orientation pourrait être baissière. D'abord, du fait de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières. Ensuite, parce que la croissance lente à laquelle sont condamnés les pays développés va aiguïser la concurrence.

En second lieu, parce que les volumes de transaction sont faibles, même si les chiffres publiés ne tiennent pas compte de celles traitées par les plates formes alternatives. Les vendeurs sont rares aux cours actuels, mais les acheteurs également. Les particuliers craignent des marchés volatiles, secoués par les deux krachs les plus sévères depuis 80 ans. Et les investisseurs institutionnels, devant les réglementations, doivent réduire le poids des actions en portefeuille. Sans tendance marquée depuis bientôt deux ans, le marché est animé par la rotation sectorielle.

Dans cet environnement, nos choix sont clairs et ne varient pas. D'abord, prendre patience, car les fondamentaux plaident pour une réévaluation à venir des actions. Ensuite, identifier les acteurs les plus à même de défendre leurs marges, grâce à la prééminence de leurs atouts concurrentiels, et à leur capacité à les défendre. Enfin, se placer sur les marchés à visibilité et dynamique fortes, tels que certaines technologies, les métiers de l'économie verte et bien sûr, les pays émergents.

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, Reuters, Boursorama.

www.allianzgi.fr

Directeur de la publication :
Michel Haski

Ont participé à ce numéro :
Franck Dixmier, Olivier Gasquet

Conception, coordination et réalisation :
Département 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