

Convictions

La lettre du Chief Investment Officer (CIO)

Allianz 
Global Investors

Allianz Global Investors
Investments Europe

Une nouvelle hiérarchie des risques

Sous les yeux effarés des observateurs l'acte II de la Crise emporte la Zone Euro dans une spirale de tous les dangers.

Que nous réserve l'avenir ?

En l'espace de 3 ans, nombre de nos certitudes ont été ébranlées. De 2010 les historiens de l'Economie retiendront certainement la remise en cause brutale de l'Union Economique et Monétaire ; de leur côté, les investisseurs en ont subi les conséquences et prennent en compte une nouvelle donne à l'effet dévastateur dans leurs portefeuilles obligataires : la perte du statut d'actifs non risqués des Emprunts d'Etats de la Zone Euro. L'intégration d'une prime de défaut dans les spreads souverains de la Zone Euro, aussi unimaginable qu'elle fut il y a encore un an, est une nouvelle réalité qui va nous accompagner pendant des années.

Les faits sont là : crise de liquidité, puis potentiellement de solvabilité, les développements en cours sur la dette souveraine sont porteurs de lourdes menaces. Si la contagion d'une crise Grecque locale aux maillons faibles de la Zone Euro, l'Irlande et le Portugal, était gérable compte tenu de leurs faibles poids relatifs, les tensions sur l'Espagne - dans un effet domino qui peut mener loin - sont d'une autre nature et portent en germe une crise systémique. Or, les réponses aujourd'hui sont inadéquates. Le talent des autorités politiques européennes à mettre de l'huile sur le feu, exposant leurs divergences pour mieux recueillir les suffrages de leurs opinions

publiques respectives, n'a d'égal que l'ampleur du problème.

Comment restaurer la confiance perdue des investisseurs ?

L'agenda politique, avec ses contraintes et son tempo lent, ignore l'impatience des marchés, qui de leurs cotés réclament une vision de long terme et des garanties institutionnelles de coordination des politiques économiques au sein de l'Union... et que leur offre-t-on ? Des mécanismes conditionnels et temporaires d'accès à un refinancement bonifié pour les Etats sous pression.

A un problème structurel, la réponse apportée se doit d'être structurelle : Aujourd'hui et faute d'alternative, l'Allemagne, dans une stratégie assumée et bien comprise, tente de saisir l'opportunité unique d'imposer ses vues et de rallier à son orthodoxie budgétaire une Zone Euro en quête de repère crédible. Le modèle Allemand comme voie unique de sortie de crise ou le triomphe de l'austérité, fille de la vertu retrouvée... mais doit-on s'en réjouir ?

Le prix à payer pour des économies d'ores et déjà exsangues est élevé : croissance sous contrainte, chômage de masse, avec tous les risques d'exécution afférents dont - ce n'est pas le moindre - une inconnue sur le degré d'acceptation des populations locales fortement mises à contribution. Crise Financière / Crise Economique / Crise Sociale : l'Histoire qui s'écrit sous nos yeux a un goût de déjà vu.



Franck Dixmier

CIO d'AllianzGI Investments Europe

A l'opposé de la rigueur européenne, les Etats-Unis ouvrent encore plus largement les vannes de la relance budgétaire, monétisent la dette fédérale, feignant d'ignorer les conséquences en termes de déficits publics et les risques potentiels d'inflation à long terme. Deux voies très différentes donc pour soutenir des économies développées affaiblies durablement par les excès passés... mais qui - souhaitons le au final ! - devraient produire leurs effets.

Ce qu'on retiendra de 2010 ?

Peut être que cette indigestion formidable de dette privée et publique a constitué un redoutable catalyseur pour le déclasserment historique des économies développées au profit des pays émergents.

Qu'en déduire pour l'investisseur ? Nos repères ont changé. Une nouvelle hiérarchie des risques s'est installée durablement ; dans celle-ci, les entreprises - sur une base sélective et que ce soit dans l'univers du crédit ou en action - constituent l'investissement le plus sur et le plus rémunérateur à terme.

Économie : le contraste entre pays émergents et développés persiste

Notre scénario macroéconomique se présente dans la continuité du précédent. Il est marqué par le ralentissement de l'activité jusqu'au printemps 2011, et par le contraste persistant entre pays développés et pays émergents.

Dans les pays développés, la croissance peine à rejoindre son potentiel, malgré des déficits publics toujours très élevés. Si le risque de déflation paraît exclu, les prix continueront de ralentir en termes sous-jacents, de 1 % en zone euro et 0.8% aux Etats-Unis à environ 0.6 %.

Les banques centrales suivront attentivement les anticipations d'inflation, et l'évolution du crédit aux ménages qui précède le plus souvent celle du crédit aux entreprises.

Aux Etats-Unis, la consommation (+ 2.8 % au 3ème trimestre, + 2.5 % au 4ème) dépasse nos attentes, et freine le désendettement des ménages et la progression du taux d'épargne (5.8 %). Mais la persistance d'un chô-

mage élevé, l'effritement continu des prix de l'immobilier et la stagnation du crédit expliquent le ralentissement de l'activité à 2 % au 4ème trimestre, et 1.5 % au 1er trimestre 2011. Cependant, les mesures quantitatives, la bonne tenue de l'épargne financière et la stabilisation de l'immobilier, l'effet richesse qui en découle, la reconduction des allègements fiscaux votés sous la présidence de M. Bush et la reprise des créations d'emplois contribueront à raffermir les échanges.

En zone euro, l'activité devrait évoluer selon le même profil qu'aux Etats-Unis, avec un décalage de quelques mois. Cependant, son redressement au 2ème trimestre 2011 est vulnérable à la consolidation

budgétaire et aux mesures d'austérité qu'elle requiert.

En revanche, dans les pays émergents, la crainte d'une surchauffe, de l'inflation, voire de « bulles », explique le resserrement monétaire en cours et le ralentissement de l'activité vers son potentiel.

En Inde, où la croissance demeure excessivement ferme, la banque centrale pourrait devenir rapidement plus restrictive encore.

AllianzGI Investments Europe forecasts				Consensus 2011
GDP growth	2009	2010	2011	
United States	-2.6%	2.7%	2.6%	2.7%
Euro area	-4.0%	1.7%	1.7%	1.5%
United Kingdom*	-5.0%	1.7%	2.0%	2.1%
Japan*	-5.3%	2.8%	1.5%	1.3%
OECD	-3.6%	2.3%	2.1%	2.0%
Emerging	5.0%	8.6%	7.1%	7.7%
China	9.1%	10-11%	8.9%	8.9%
India	5.7%	7.8%	6.7%	8.3%
Brazil	-0.2%	6.7%	5.6%	4.5%
Russia	-8.1%	4.5%	3.4%	4.5%
World	0.4%	5.2%	4.4%	4.6%

*source : I/MF

Vers la fin du cycle long de la baisse des taux ?

Sur le marché obligataire, la crise de la zone euro marque, de manière au moins transitoire, la fin de la baisse des taux entamée voici 30 ans.

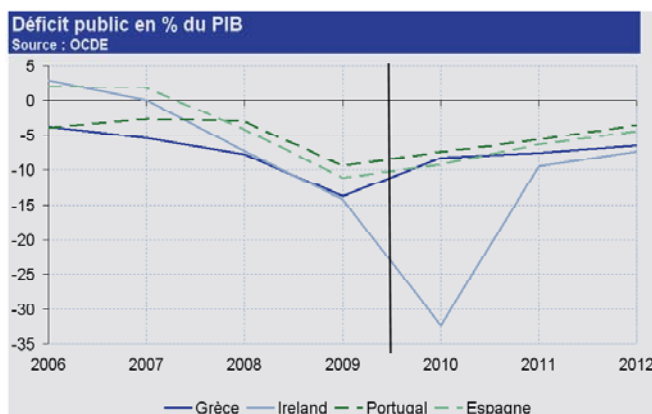
Les difficultés de l'Union Economique et Monétaire trouvent leur origine dans la faiblesse de ses institutions. Unis de fait par une même monnaie, ses membres ont poursuivi, au nom de leur souveraineté, des politiques économiques, budgétaires et fiscales indépendantes de l'intérêt commun.

Au fil des années, la zone euro est devenue plus hétérogène. D'un côté, l'Allemagne dont les exportations permettent une amélioration rapide des fondamentaux économiques. De l'autre, une majorité de pays à la situation financière précaire, et dont

certains affrontent des problèmes majeurs d'endettement public comme la Grèce, d'endettement privé à travers ses banques comme l'Irlande, de consolidation budgétaire et de financement comme le Portugal.

L'Union peut décider de prolonger au-delà de 2013 les mécanismes de solidarité financière, de ne plus garantir intégralement les dettes émises à compter de 2013, de partager le poids de leur éventuelle restructuration avec le secteur privé.

Pour les marchés, l'insuffisance des solutions retenues et les difficultés du retour à l'équilibre budgétaire diffusent la perception du risque au Portugal, à l'Espagne, peut-être un jour à l'Italie ou d'autres pays encore.



Les investisseurs internationaux réduisent donc leurs positions en euros, provoquant un recul marqué de la devise européenne. Ils vendent en premier lieu les dettes des pays les plus fragiles, dits « périphériques », dont la chute des cours bouscule la hiérarchie entre dettes publiques et privées.

En même temps, la conscience du risque souverain pourrait signer la fin du cycle long de la baisse des taux. Car les obligations d'Etat ne sont plus, par définition, un actif sans risque.

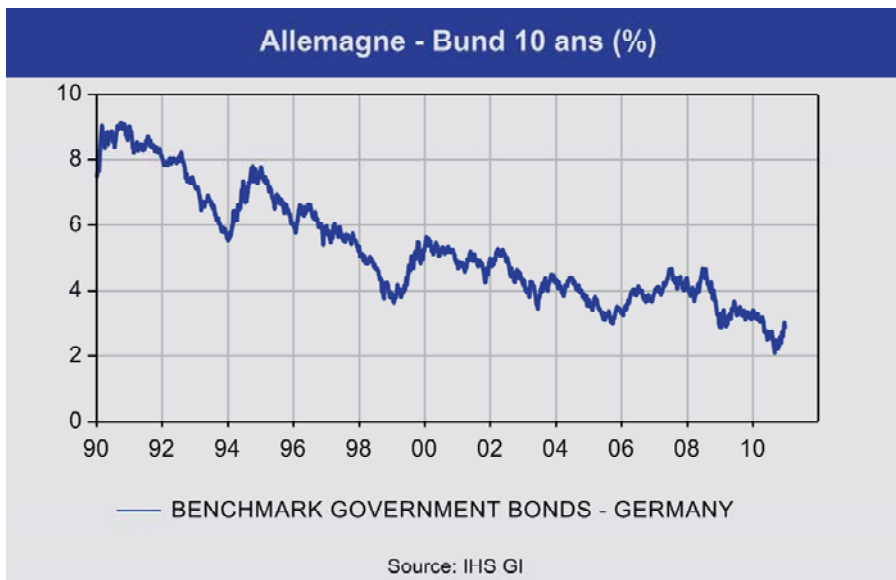
En zone euro, les mécanismes de solidarité déjà mis au point ou appelés à l'être affecteront le crédit des Etats les mieux notés. D'ores et déjà leurs taux remontent.

Aux Etats-Unis, les injections de liquidités induites par les mesures « quantitatives », et le déficit budgétaire excessif entretenu par la reconduction récente des allègements fiscaux fragilisent le dollar et détériorent la solvabilité du pays.

Cet environnement peu favorable justifie notre approche résolument défensive.

Nous privilégions donc la qualité, et à ce titre, surpondérons l'Allemagne et la Finlande. Nous maintenons une position neutre sur les Pays-Bas, et sous pondérons les autres pays dont la France.

A titre de diversification, nous nous intéressons à la dette « collatéralisée », c'est-à-dire aux obligations bancaires garanties par les actifs qu'elles financent. Au regard de leur risque, leurs rémunérations sont attrayantes.



Le marché du crédit est marqué par le risque souverain

Le marché du crédit, c'est-à-dire celui des obligations émises par des entreprises privées, est marqué par la montée du risque souverain.

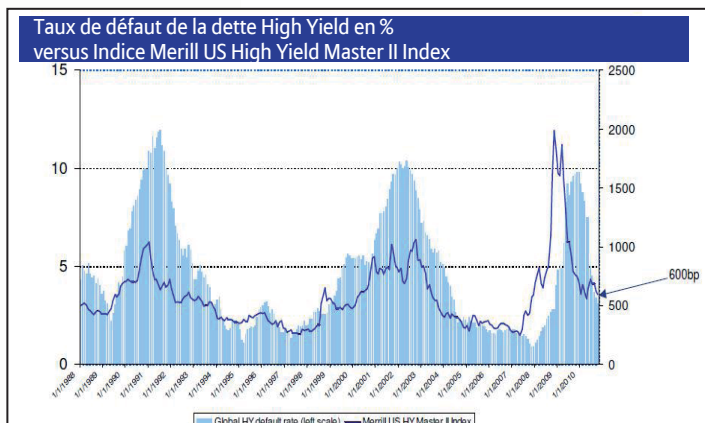
En effet, les banques européennes détiennent en portefeuille une part significative de titres émis par les pays « périphériques », dont la valeur en chutant a fragilisé le bilan. Les services aux collectivités de ces pays, comme l'eau, le gaz et l'électricité, peu diversifiés à l'international, dépendent d'une clientèle domestique affectée par l'impact du redressement budgétaire. Or, banques et services publics représentent près de 60 % des crédits de qualité « Investment Grade », et moins de 15 % des crédits de qualité « High Yield ».

C'est donc le crédit « high yield » que nous privilégions. En 2010, son gisement s'est considérablement enrichi

d'émissions nouvelles, les banques souhaitant alléger leurs portefeuilles de crédits pour des raisons règlementaires. Nous retenons tout d'abord les secteurs non cycliques, tels les télécommunications, l'alimentation et les boissons. Leur rémunération est attrayante au regard de leur caractère défensif, en particulier en période de ralentissement d'activité. Nous nous intéressons également aux dettes « secured », c'est-à-dire gagées sur des actifs dont nous examinons attentivement la qualité. En revanche,

nous restons le plus souvent à l'écart des émetteurs des pays « périphériques ».

Après un parcours remarquable depuis 18 mois, le crédit « high yield » devrait connaître une année 2011 plus ordinaire. Son intérêt procède davantage de l'attrait de sa rémunération que de son potentiel de plus-value.



Actions : maintenir une approche sélective

Les trois mêmes points caractérisent toujours le marché des actions en Europe. Des taux courts et longs parmi les plus bas jamais connus, qui invitent l'investisseur à rechercher le rendement ailleurs. L'émergence du risque souverain parmi les pays développés, qui l'incite à privilégier la qualité. Enfin, la perspective d'une activité économique ralentie, qui l'oblige à identifier des vecteurs de performance à visibilité forte.

Or, du fait de modestes performances depuis un an, la valorisation des marchés d'actions a rarement été aussi faible, sinon au plus fort de la crise de 2008/09. Leur rendement, calculé à partir des bénéfices ou des seuls dividendes distribués, n'a jamais été aussi élevé par rapport au taux des obligations d'Etat. Leurs PER, ou multiples de valorisation par les bénéfices comptent parmi les plus modestes depuis 22 ans. Malgré des marges opérationnelles supérieures à la moyenne, les bénéfices publiés dépassent davantage les prévisions qu'au cours des 5 dernières années : c'est en particulier le cas des secteurs très présents à l'international, comme les matériaux, l'équipement industriel ou privé, et le luxe.

Trois axes s'offrent à l'investisseur.

D'abord les pays émergents, toujours premier vecteur de la croissance mondiale. Leur vigueur ne tire plus seule-

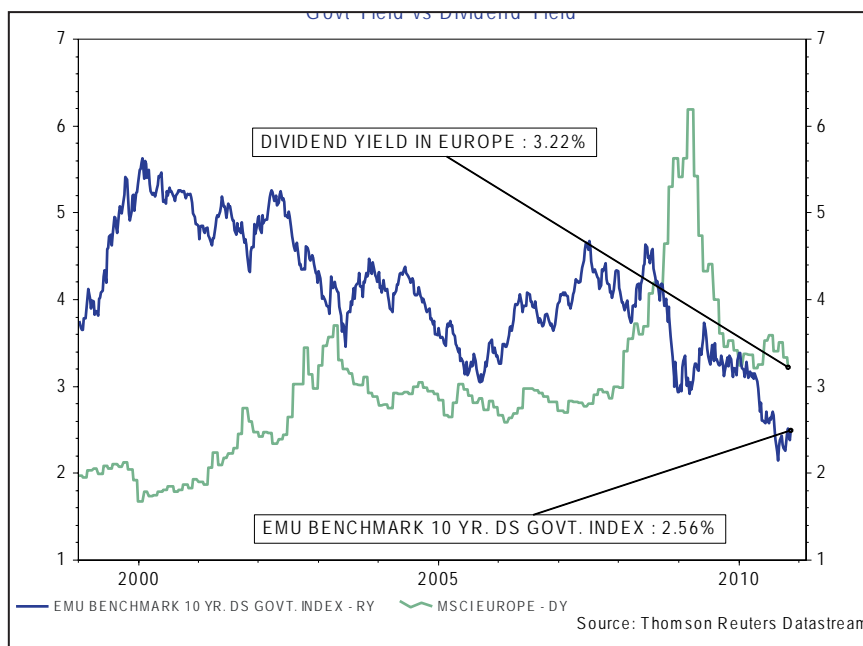
ment les infrastructures. La bourgeoisie locale, dont l'importance triplera en Chine d'ici à 2020, dynamise également la consommation privée. Or, les sociétés européennes qui tirent profit de ces évolutions ne sont guère plus chères que les autres.

Ensuite, les petites et moyennes valeurs. A l'inverse des précédentes, leur valorisation relative est élevée. Mais leur croissance bénéficiaire, souvent remarquable, s'appuie sur des métiers à croissance rapide, à barrières d'entrée solides et à rentabilité forte.

Enfin les opérations financières. Car la remontée des flux de trésorerie d'exploitation vers leurs plus hauts niveaux depuis 15 ans dote les entreprises de nouveaux moyens. Les opérations de croissance externe devraient ainsi reprendre, en nombre et en valeur.

Au-delà de ces axes, la sélection des titres reste rigoureuse. Quand la modestie de la reprise aiguise la concurrence, les entreprises doivent pouvoir défendre leurs marges, et présenter un bilan solide pour recourir facilement au crédit.

Taux d'Etat 10 ans en Zone Euro VS rendement du dividende en Europe



www.allianzgi.fr

Directeur de la publication :
Christophe Mallet

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