

Convictions

La lettre du Chief Investment Officer (CIO)



Allianz Global Investors
Investments Europe

Crise : acte II

Les marchés sont versatiles et sans concession. Après avoir salué en 2009 l'engagement total des gouvernements aux côtés des Banques Centrales dans leur lutte contre une entrée en récession et en déflation, ce sont aujourd'hui les effets secondaires d'une explosion des déficits publics qui les inquiètent. Mais le mal n'est il pas plus profond ?

La contagion gagne du terrain

Les Etats-Unis, le Royaume Uni et le Japon, malgré l'impressionnante dégradation de leurs finances publiques ne sont pas sous la loupe de marchés qui ne regardent que dans une direction : la Zone Euro.

La crise Grecque, au-delà des risques de plus en plus probables liés à la restructuration à terme de la dette négociable, a agi crument comme un révélateur de la fragilité et des manquements de l'Union Monétaire. La faiblesse originelle du partage d'une même monnaie par des économies très disparates, notamment en termes de compétitivité, n'est pas un fait nouveau ; années après années, la presse anglo-saxonne a fait de « *l'euro bashing* » un de ses thèmes favoris. Néanmoins il semblerait que le seuil de douleur ait été atteint. D'une crise

locale, la contagion gagne et le doute s'est installé sur la pérennité d'une architecture européenne fragile où les stratégies non coopératives de ses membres les plus influents ne rassurent pas.

Pourtant... force est de constater que les trois derniers mois ont vu plus d'avancées en termes de gouvernance économique au sein de la Zone Euro que les dix dernières années. La chute de l'Euro, la divergence des rendements des spreads souverains, autant de symptômes qui traduisent une perte de confiance sans précédent des marchés dans l'Euro et qui poussent à une implication totale des Gouvernements. Devant cette détermination, prendre position sur la désintégration de la Zone Euro nous semble donc erroné. Mais à ce stade, la défiance est telle qu'il est probable que les engagements ne suffisent plus, et que les marchés testent la solidité et le caractère effectif des plans de soutien annoncés... et dans ce scénario, la dérive des spreads souverains n'est pas terminée.

Quelles implications en termes de stratégie d'investissement ?

Cette montée des risques rend difficile toute approche rationnelle en termes



Franck Dixmier

Directeur Général Délégué d'AllianzGI France,
CIO d'AllianzGI Investments Europe

de fondamentaux et de valorisations ; sur ces deux seuls critères les marchés d'actions et de crédit sont sur des niveaux d'achat. Néanmoins, la magnitude du risque systémique est telle que les primes de risque ont peu de chance de se résorber durablement.

Par ailleurs, nous devons nous méfier de stratégies de retour à la moyenne, alors même que les ajustements macroéconomiques à l'œuvre dans les économies développées sont d'ordre structurel.

Les marchés d'actions et par contagion le crédit sont vulnérables. L'environnement n'a rarement été aussi difficilement prévisible, et l'épaisseur croissante des queues de distribution rend très coûteuses les stratégies de couverture. Si le pire est possible, il n'est pas le plus probable... prudence.

Achévé de rédiger le 2 juillet 2010

Économie : le règne du risque souverain

Au 1^{er} semestre, les marchés financiers ont vu un brusque retour de la volatilité. Ils ont découvert d'abord le risque d'insolvabilité de la Grèce. Puis, fin avril, ils ont pris conscience des risques sur la dette publique d'autres pays, et de leur impact sur le fonctionnement et l'avenir de l'Union Economique et Monétaire.

Cette crise de la solvabilité publique est fondamentale. Elle dépasse largement les frontières de la zone euro. Elle remet en cause le modèle économique de l'ensemble des pays développés, et dresse le décor durable de l'avenir des marchés financiers.

Or, à plus court terme, les investisseurs voient faiblir les ressorts de la reprise.

D'abord, l'effet des plans de relance, construits sur un déficit accru des comptes publics, se dissipe. Le restockage approche de son terme. Et le rebond de la production industrielle,

particulièrement fort au Japon et en Allemagne, se tempère.

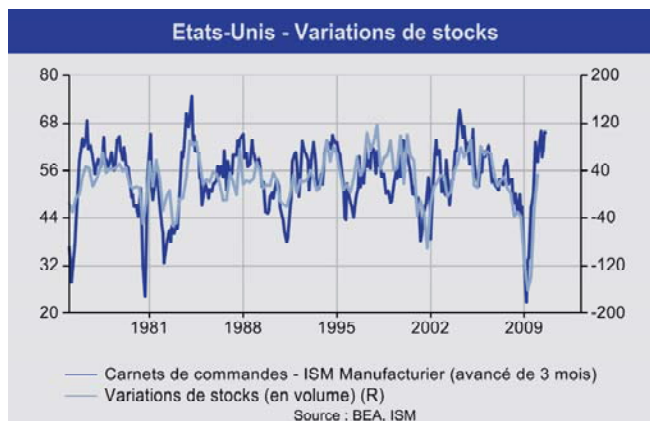
En Chine ensuite, la croissance du crédit et la spéculation immobilière inquiètent. En Inde et au Brésil, les taux d'inflation se tendent. Ces trois pays émergents, en resserrant leur politique monétaire, font plus craindre à l'investisseur un ralentissement trop fort qu'espérer un salutaire assainissement.

L'activité devrait donc ralentir au 2nd semestre, avant de se rapprocher à nouveau de son potentiel en 2011.

Mais ce profil reste entaché d'incertitudes. Car la crise de la dette souveraine des pays du sud de la zone euro pourrait s'aggraver, ou s'éten-

dre à d'autres membres de l'Union. Les plans de rigueur budgétaire qu'elle justifie pourraient engendrer la déflation, fragiliser à nouveau le secteur bancaire et amplifier la crise. Surtout, trop endettés, les Etats ne disposent plus d'aucune marge de manœuvre pour affronter tout nouveau choc conjoncturel.

Au second semestre, l'environnement restera donc marqué par la prévalence des risques.



Source : BEA, ISM

Taux : l'Allemagne devient l'étalon des dettes d'États

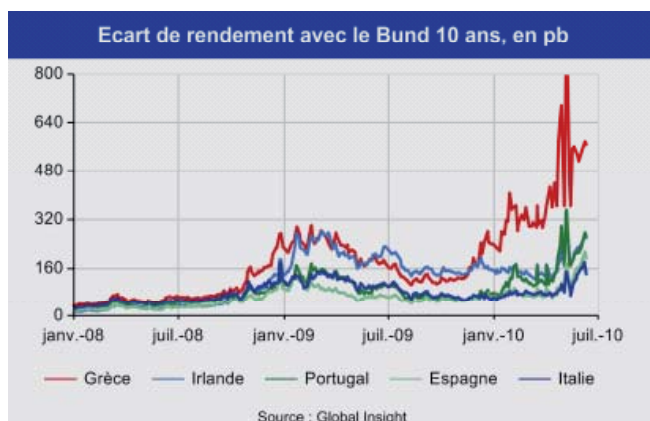
Le marché obligataire des pays développés reste marqué par des taux directeurs bas, les plus faibles jamais connus. Aux Etats-Unis, la Fed attendra pour remonter son taux, d'être convaincue du recul du risque de déflation et de la solidité de la reprise. En zone euro, la crise de la dette souveraine et les difficultés de refinancement d'une partie du système bancaire diffèrent tout relèvement.

Les déficits budgétaires consentis pour juguler l'effondrement de l'activité en 2008, porteront la dette publique des Etats développés à 90 % du PIB en moyenne en 2011. Déjà élevé, ce niveau est aggravé par trois facteurs. En pre-

mier lieu, la dépendance de ces Etats vis-à-vis des investisseurs étrangers pour plus de la moitié de leur financement, 70 % pour la Grèce, 90 % pour le Portugal. Ensuite, l'importance du déficit courant, de 10 % du PIB en Grèce, de 2 à 4 % dans la plupart des autres pays, hors ceux d'Europe du nord. Enfin, plus déterminant pour l'Union Economique et Monétaire, la forte hétérogénéité des fondamentaux économiques des

seize Etats membres, économiquement et politiquement indépendants.

Ainsi, particulièrement vulnérable, l'Union est soumise à la pression des



Source : Global Insight

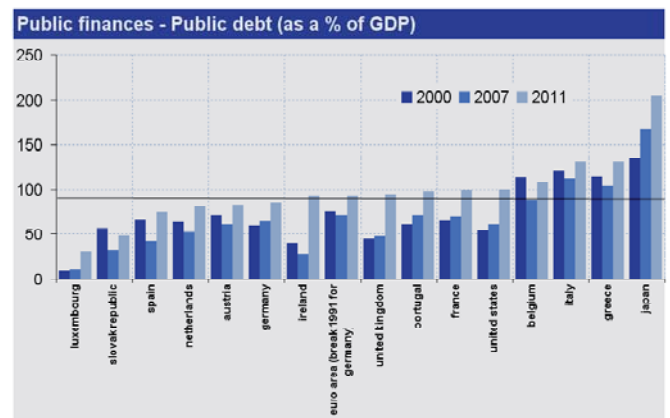
investisseurs. C'est avec difficulté qu'elle parvient à la solidarité requise, organise le sauvetage de la Grèce et conçoit un plan de soutien aux pays susceptibles de faire face à une situation similaire. C'est contraints par les marchés et par le choix de l'Allemagne que la plupart de ses membres choisissent la rigueur, parfois au risque de la déflation. Mais c'est la solvabilité de chaque Etat, la situation de ses finances et ses perspectives d'activité qui définissent la hiérarchie des taux longs en zone euro.

De fait, l'Allemagne devient pour la plupart des pays développés, l'étalon de la dette d'Etat sans risque. Aussi son taux baisse-t-il, alors même que les fondamentaux macro-économiques se redressent depuis 1 an.

A l'autre extrême, les taux longs des pays « périphériques » montent encore fortement. La Grèce continue d'être la première à en souffrir, en dépit du plan d'aide spécifique mis en place, suivie de l'Irlande, du Portugal, et des autres pays méditerranéens.

Dans ce contexte, nous recommandons la dette allemande pour sa sécurité. Son taux devrait évoluer entre 2,5 et 3 %, couloir à l'intérieur duquel elle pourra être arbitrée. Nous sous-ponderons la dette française dont le taux paraît insuffi-

sant au regard de ses fondamentaux. Nous vendons les dettes de l'Espagne et de la Grèce, et sommes neutres sur celles des autres pays périphériques.



Source : AllianzGI France

Crédit : des facteurs techniques handicapants

Le marché du crédit en Europe se caractérise actuellement par des fondamentaux solides, mais divers facteurs techniques nuisent à sa juste valorisation.

Fondamentalement, la qualité du crédit privé s'améliore. Les restructurations menées par les entreprises en 2008 et 2009 ont permis une sensible réduction de l'endettement. Rapportée à ce dernier, la trésorerie libre engendrée (« *cash-flow* ») retrouve le plus haut niveau atteint en 2004 et 2005. Ainsi, en 2010 et 2011, le taux de défaut anticipé sur le crédit devrait-il reculer en dessous de sa moyenne historique de 5%. Les agences en tiennent compte, et relèvent régulièrement la notation des émetteurs à risque élevé « *high yield* » et de première catégorie « *investment grade* ». On note toutefois une dégradation des notes du secteur financier dans les pays les plus touchés par la crise, comme la Grèce et l'Espagne.

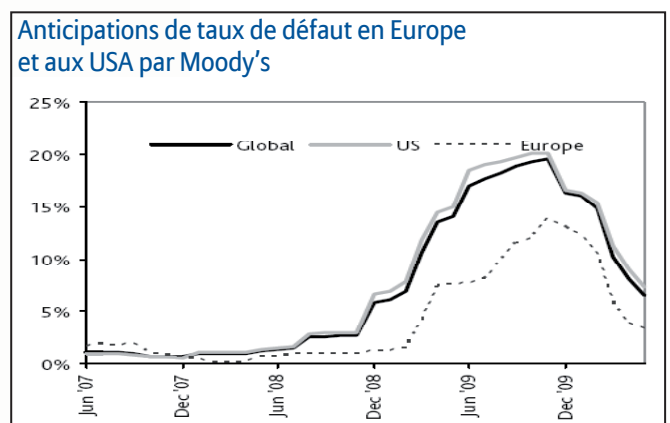
Le marché du crédit souffre cependant de facteurs techniques défavorables.

Tout d'abord, les investisseurs sont déjà largement exposés à ce segment, à un moment où le programme des émissions à venir s'avère chargé. Ensuite, très soucieuses de la gestion de leur bilan, les banques spécialisées interviennent moins sur ce marché, et contribuent moins à sa liquidité. Enfin, les investisseurs craignent que la crise du risque public ne réédite celle vécue après la faillite de Lehman Brothers. Aussi gardent-ils un volant de liquidité significatif, propre aussi bien à faire face à une crise majeure, que nous excluons, qu'à saisir des opportunités d'investissement.

Cette expectative explique les valorisations actuelles. Sur les segments « *high yield* » et « *investment grade* », les différentiels de taux retrouvent les niveaux antérieurs à la faillite de la

banque Lehman. Or, ces niveaux sont attrayants dans un environnement de reprise, donc de baisse du taux de défaut, mais aussi de croissance lente et de taux bas.

Aussi recommandons-nous le crédit privé, avant tout pour sa rémunération. Car le potentiel de plus-value devrait être réduit, tant que l'assainissement de l'environnement financier ne permettra pas une résolution des facteurs techniques.



Source : Moody's Investors Service

Actions : privilégier une approche sélective

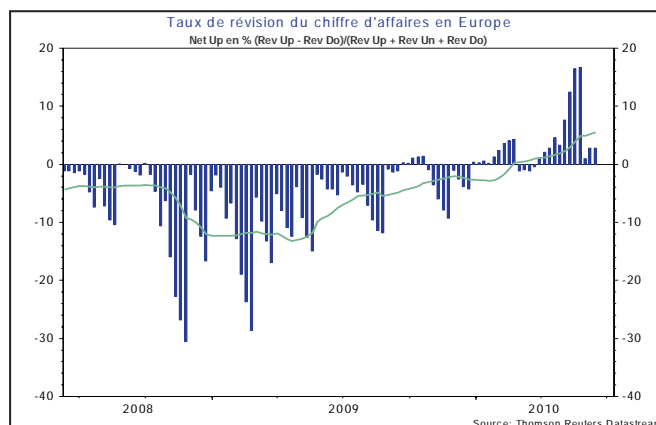
Sur le marché des actions, les fondements d'une appréciation des marchés sont réunis.

Les taux courts et longs sont durablement bas. L'activité économique générale reprend. Les bénéfices se redressent significativement en 2010, et progresseront encore en 2011. La forte présence des entreprises de la zone euro sur les marchés émergents est un vecteur de croissance à long terme de leur activité et de leurs résultats, que la baisse de l'euro amplifie. Enfin, les valorisations sont très modérées. Le PER calculé à partir des bénéfices attendus ou de leur moyenne décennale est aujourd'hui proche des plus bas observés depuis plus de 20 ans. Quant à la prime de risque, supplément de rémunération des marchés actions par rapport aux obligations d'Etat, elle est proche de ses points hauts.

Cependant, la visibilité reste incertaine, en particulier en zone euro. En premier lieu, parce que la crise de la dette pu-

blique engendre de multiples risques. Les plans d'austérité budgétaire de plusieurs Etats peuvent conduire à la

si le consensus sur les bénéfices 2011 est élevé, celui sur la croissance est trop dispersé pour ne pas inviter à la prudence.



Source : Thomson Reuters Datastream

déflation et au repli de l'activité. Leur besoin de recettes fiscales peut obliger les gouvernements à taxer davantage les entreprises, au préjudice probable de la croissance de leurs bénéfices. En second lieu, parce que dans certains pays, les banques, fragilisées par la dépréciation de la dette publique et la situation économique locale, ne peuvent reprendre la distribution de crédit. En effet, le facteur national est redevenu important. Enfin, parce que,

Ces facteurs multiples d'incertitude devraient entretenir la volatilité des marchés.

Pour en tirer parti, notre approche doit être opportuniste et tactique. Mais surtout, elle doit être sélective, articulée autour de trois critères. Géographiques d'abord, en privilégiant l'Allemagne, les pays nordiques, la Suisse et les Pays-Bas, au regard de la qualité de leurs fondamentaux macro économiques et de la spécialisation de leurs grandes valeurs. Sectoriels ensuite, en retenant la consommation courante et la pharmacie dont le prix reflète mal la puissance et la régularité de la croissance bénéficiaire, ainsi que la technologie et la chimie. Thématiques enfin, en favorisant les pays émergents et l'économie verte, vecteurs durables de croissance, et à plus court terme la sensibilité au dollar.

www.allianzgi.fr

Directeur de la publication :
Christophe Mallet

Ont participé à ce numéro :
Franck Dixmier, Olivier Gasquet

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