



Franck Dixmier
CIO d'AllianzGI Investments Europe

Il faut sauver la Grèce... à court terme

Comment ne pas parler de la Grèce ? Au risque de lasser, alors que tout a été dit ou presque, le sujet va continuer à occuper les marchés, à travers toutes les classes d'actifs. Situation paradoxale pour une économie qui représente à peine 0,5 % du PIB (Produit Intérieur Brut) mondial mais sur laquelle se cristallise l'essentiel des préoccupations.

La question de fond -comment s'en sortir ?- appelle plusieurs réponses, sur plusieurs horizons de temps.

Eviter la contagion

A court terme, le défi à relever par les autorités politiques et monétaires de la Zone Euro est de gagner du temps afin d'éviter une contagion. Si le cout d'un défaut limité à la Grèce est absorbable -à quelques exceptions près pour des établissements bancaires non systémiques, et à la condition d'une mise en œuvre d'un plan de soutien ad hoc des banques grecques par la BCE (Banque Centrale Européenne)- ses effets collatéraux négatifs sont eux difficilement quantifi-

bles mais a priori non maîtrisables et potentiellement destructeurs. L'objectif est clair, tout sera fait afin d'éviter de reproduire l'erreur des autorités américaines dans la faillite désastreuse de Lehman : la Grèce, à court terme, ne fera pas défaut sur l'ensemble de sa dette.

Au-delà de ce soucis de prévention d'une crise majeure, gagner du temps est important et constitue un objectif en soit pour permettre à l'Irlande, au Portugal et dans une moindre mesure à l'Espagne et l'Italie de démontrer leur capacité à se réformer afin de restaurer d'une manière crédible la confiance des investisseurs.

A moyen terme, si les plans d'austérité annoncés se déroulent comme prévu, la perception du risque attaché à la dette périphérique sera vraisemblablement très différente, et la notion de contagion sans objet : c'est le meilleur des scénarios. Est-il le plus certain ? Difficile de répondre d'une manière définitive tant les efforts nécessaires sont importants, mais notons que la séquence récente a présenté incontestablement des vertus pédagogiques. Les pays les plus

endettés de la Zone Euro savent maintenant à quoi s'en tenir. La détermination affichée par la Troïka (BCE, Union Européenne, Fonds Monétaire International) lors des dernières négociations très tendues avec la Grèce a mis en évidence leur intérêt stratégique à anticiper sur les demandes futures de leurs créanciers afin d'éviter d'être mis devant le fait accompli, expérience terriblement douloureuse et humiliante pour un pouvoir politique et de plus en plus insupportable pour les opinions publiques. Mais ne nous leurrions pas, la conditionnalité du soutien se traduit de fait par un abandon de souveraineté dans la conduite de la politique économique. Certes, chacun reconnaît que les efforts demandés sont considérables : cela s'apparente à bousculer les modèles existants et mettre en place un nouveau projet de société en quelques mois alors qu'une génération dans des circonstances moins dramatiques n'y suffirait sans doute pas ! Mais il n'y a pas d'alternative tant les marges de manœuvre sont inexistantes.

Vers un défaut organisé et concerté ?

D'une façon plus pragmatique, gagner du temps faciliterait l'étalement des pertes pour les investisseurs... car à terme la probabilité d'une restructuration reste importante. Les hypothèses de croissance future qui permettraient à la Grèce de générer un excédent primaire suffisant pour faire face à l'emballlement de son endettement sont irréalistes. Seule une restructuration suffisam-

ment massive pour être crédible permettrait au pays de retrouver des perspectives économiques et financières compatibles avec un retour sur les marchés qui marquerait un point final à la crise. Nous sommes là sur un horizon de quelques années, ou le défaut serait organisé d'une façon concertée afin d'en minimiser le coût systémique.

Ce déroulé est fragile. Dans l'intervalle de temps qui nous sépare de ce

dénouement quasi inéluctable, l'attention des marchés se focalisera sur les risques d'exécution liés aux réformes annoncées, et scrutera avec une attention particulière la vigueur de la croissance économique, condition absolument nécessaire à toute sortie de crise.

Achevé de rédiger le 6 juillet 2011

Aperçu macro économique

Vers un raffermissement de la croissance en fin d'année.

La croissance mondiale ralentit, mais ne cale pas.

Certes, partout les indices des directeurs d'achat fléchissent. En zone euro et dans les pays émergents, la volonté de juguler l'inflation conduit les autorités compétentes à resserrer leur politique monétaire. Cependant, la croissance mondiale garde deux soutiens d'importance. D'abord, l'appétit de consommation dans les pays émergents qui continue de grandir. Relai partiel de l'exportation, il soutiendra la croissance locale à un rythme élevé, et celle des pays développés à un autre plus modéré. Ensuite, la croissance du commerce international qui, bien qu'inférieure à celle de 2010, restera dynamique.

Dans les pays développés, le ralentissement actuel est donc passager. Il n'annonce pas un retour en récession. Il précède un raffermissement de l'activité d'ici à la fin de l'année, à un rythme proche de son potentiel.

Aux Etats-Unis, de nombreux freins ont fait de cette reprise l'une des plus « molles » depuis 60 ans. Moins nombreuses, les créations de postes n'ont

pas suffi à réduire le chômage. Persistante, la baisse de l'immobilier a pesé sur la richesse des ménages. Et en hausse, l'inflation a mordu sur le pouvoir d'achat des ménages et leur consommation.

Mais au terme d'un ralentissement de 1 à 2 trimestres, la croissance se rapprochera de son potentiel (+2,75 % l'an). Car les difficultés d'approvisionnement consécutives aux catastrophes japonaises vont disparaître. L'inflation va se replier, grâce à un effet de base favorable sur les prix de l'énergie et des matières premières. Et le commerce international, très vigoureux, soutiendra l'exportation, contribuant à une amélioration progressive de l'emploi.

En zone euro, la maîtrise budgétaire exige l'austérité qui nuit à la croissance.

Mais la conjoncture y est fondamentalement hétérogène. L'Allemagne, second exportateur du monde, a bénéficié de la reprise des échanges internationaux et du rebond de son activité industrielle. Au 1^{er} trimestre, la croissance a nettement dépassé les

prévisions à 1,5 %. En France, en Autriche et aux Pays Bas, où elle approche ou atteint 1 %. En revanche, en Espagne, en Italie et en Grèce, elle reste proche de 0 % ; elle est négative au Portugal.

A présent, l'activité subit l'impact du ralentissement américain. Mais elle reprendra au cours du second semestre. L'insertion de l'Allemagne au cœur des échanges mondiaux, et l'accélération du commerce international, raffermiront l'activité du pays, entraînant à sa suite celle de ses partenaires les plus proches. Comme aux Etats-Unis, l'inflation se repliera, probablement même en deçà de 2 %, l'objectif de la BCE.

La solvabilité de nombreux Etats développés est devenue une préoccupation majeure des investisseurs. La Grèce en est l'illustration la plus virulente. En la notant « CCC », les agences l'estiment d'ores et déjà insolvable. Mais le doute s'étend progressivement à l'Espagne, où la maîtrise de l'endettement public dépend de la capacité de l'Etat à restructurer efficacement les Caisses d'Épargne, et de celle des régions à réduire leur déficit ; et à l'Italie, où la faible compétitivité de l'économie et les défaillances du système politique découragent la continuité des efforts budgétaires.

Le marché des obligations d'Etat en Europe

Dettes d'Etat : gagner du temps pour éviter que le risque ne devienne systémique.

Aux Etats-Unis, la politique monétaire ne connaîtra pas d'évolution marquée. L'amélioration du marché du travail est trop lente et incertaine pour que la Fed resserre sa politique monétaire cette année. Mais le redressement de l'inflation sous-jacente, et l'anticipation d'inflation globale à 5 ans dans 5 ans, à 2,5 %, écartent pour l'instant le risque d'une déflation, et donc réduisent la probabilité d'un troisième train de mesures quantitatives.

En zone euro, la BCE estime que les taux courts sont trop bas au regard de la hausse récente de l'inflation, d'une reprise appelée à se poursuivre, du crédit qui progresse auprès des ménages, et depuis le début de l'année auprès des entreprises. Elle devrait donc poursuivre le relèvement de son taux directeur à 1,75 % au cours des 6 prochains mois.

Quant aux taux longs, les fondamentaux porteurs de la croissance mondiale et le très bas niveau des taux réels devraient enclencher leur remontée progressive. Néanmoins à court terme, les facteurs techniques

et de tendance vont dominer. En effet, l'aversion au risque entretenue par la crise de la dette européenne peut croître fortement, et contribuer ainsi à faire baisser encore les taux longs allemands dans un mouvement de recherche de la qualité.

Le marché des emprunts d'Etat est dominé par l'insolvabilité de la Grèce et la gestion de sa dette. Les inquiétudes qu'elle inspire s'étendent de manière indifférenciée à d'autres pays. Depuis le début de l'année, la hausse des « *spreads* » sur les pays de la zone jugés fragiles a poursuivi son ascension, marquant une perception accrue et parfois excessive du risque souverain. Ainsi, bien que l'Irlande dégage un excédent « *primaire* », le marché des CDS évalue son risque au même niveau que le Portugal.

Pour nous, la crise de la dette grecque n'est pas encore systémique, mais elle est durable. Les autorités de la zone euro étudient l'impact de sa restructuration, ou de son « *reprofilage* » sur le système bancaire et financier voire celui d'un défaut. Une « *initiative de Vienne* », invitant les créanciers à « *librement* » renouveler leurs titres à l'échéance, viserait à permettre aux autres pays périphériques de gagner

le temps nécessaire à la mise en place de réformes structurelles.

L'objectif est d'éviter que l'insolvabilité constatée d'un Etat membre ne précipite une crise de confiance sur les pays les plus fragiles, car son impact financier, économique et politique serait imprévisible.

Nous restons éloignés des taux courts, trop faibles au regard de l'inflation. Sur les taux longs, nous restons neutres à court terme en duration. Nous continuons de privilégier la dette allemande. Perçue par tout investisseur en obligations d'Etat comme le risque de référence, elle devrait fluctuer entre 2,75 et 3,50 %. Nous demeurons neutres sur les dettes néerlandaise et finlandaise. Nous sous-pondérons la dette française, surévaluée au regard de ses fondamentaux. Il en est de même à titre tactique, des dettes d'Espagne et d'Italie, susceptibles de subir un risque de contagion. Nous restons à l'écart des trois pays ayant fait appel à l'aide européenne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal,

Par ailleurs, nous sommes neutres sur les obligations indexées sur l'inflation, ainsi que sur les titres « *collatéralisés* ».

Le marché du crédit privé en Europe

Dettes « *high yield* » : du rendement pour un moindre risque

En dépit de l'intensification de la crise des dettes souveraines, le marché du crédit « *Investment Grade* » mesuré par l'écart de leur rendement avec celui des emprunts d'Etat est resté globalement stable depuis le début de l'année. Cependant, le compartiment de la dette des banques et des assurances s'est fortement corrélé à l'évolution des emprunts d'Etats des pays périphériques, avec des écarts

de rendement croissant. A l'inverse, sur la dette « *high yield* », cette corrélation a été négative. De fait, la baisse des *spreads* de rendement reflète l'amélioration graduelle des fondamentaux et son attrait continu pour les investisseurs.

Ces évolutions montrent que le marché redoute davantage l'impact de la crise grecque sur la solvabilité des Etats et des banques que sur celle des autres sociétés cotées. Elles expliquent également son intérêt particu-

lier pour le crédit privé « *high yield* », soutenu par deux facteurs.

En premier lieu, le bas niveau des taux d'intérêt induit par l'abondante création monétaire dans le monde. Outre Atlantique comme en Europe, le taux directeur « *réel* », taux minoré de l'inflation, n'a jamais été aussi bas depuis plus de 30 ans. Sur les actifs considérés les plus sûrs, les emprunts d'Etats notés AAA, les rendements sont particulièrement faibles. Largement supérieure, la rémunération offerte

par certaines obligations d'entreprises réputées saines apparaît particulièrement attrayante.

En second lieu, la qualité constamment améliorée des bilans et de l'exploitation des entreprises. En effet, les émetteurs d'obligations « *high yield* »

continuent d'abaisser leur taux d'endettement, et d'améliorer la couverture de leur solde financier.

Nous demeurons positifs sur la dette « *high yield* », au regard de l'amélioration du risque induite par le renforcement du bilan des émetteurs, et de la

réduction du taux de défaut, déjà proche des plus bas observés depuis 25 ans. Nous privilégions le portage, davantage que nous ne tablons sur un éventuel rétrécissement de « *spread* ».

Le marché des actions en Europe

Les incertitudes pèsent sur les valorisations

Sur le marché des actions, on observe une dispersion des comportements boursiers en fonction de critères géographiques, sectoriels ou de sensibilité au cycle. Certes, alors que l'activité ralentit, les prévisions de chiffres d'affaires sont toujours revues en hausse. Mais celles de résultats s'effritent, marquant une légère pression sur les marges, différente selon la capacité des entreprises à défendre ou à imposer leurs prix.

Nous sélectionnons toujours nos titres selon les mêmes critères. Une présence sur des vecteurs de croissance, comme les marchés émergents ou certains secteurs dynamiques. Un bilan de qualité, qui permet d'obtenir des conditions de crédit attrayantes. La capacité à défendre ses marges face à la concurrence et au renchérissement des coûts. Les moyens de verser durablement un dividende conséquent. Des liquidités abondantes, pour financer des rachats d'actions, des investissements ou des opérations de croissance externe.

Nous retenons ainsi la chimie, dont les marges dépassent les plus hauts atteints en 2008, ainsi que les biens de consommation discrétionnaire et les

matériaux. Nous nous intéressons à la pharmacie, dont la dynamique est modérée, mais le prix faible et la trésorerie exceptionnellement abondante.

En revanche, nous sommes neutres sur les banques et les assurances, malgré une sous valorisation de l'ordre de 20 %. Elles pâtissent du très bas niveau des taux longs, de la fragilité de plusieurs emprunteurs souverains, et du renforcement des réglementations qui limiteront la rentabilité à venir de leurs fonds propres à 10 %. Nous ne les jouons qu'en « *trading* ».

Nous restons en retrait des opérateurs téléphoniques : ils souffrent d'une rude concurrence et manquent de dynamisme commercial. C'est également le cas dans une moindre mesure, des producteurs et distributeurs d'énergie dont l'activité croît mais dont les marges stagnent.

Les Price Earning Ratio calculés sur les bénéfices à venir ou sur la moyenne des bénéfices passés paraissent faibles, particulièrement en ce début de cycle. C'est le cas des cycliques comparées aux défensives, et de la pharmacie par rapport aux produits de consommation. En partie grâce à des taux longs très bas, la prime de risque demeure toujours très élevée. Très modérées, les

valorisations tiennent compte des incertitudes actuelles, multiples et sans doute durables. Le manque de cohérence de la zone euro, le désendettement nécessaire des Etats, le ralentissement de la croissance, la pression sur les marges des entreprises induite par le renchérissement des matières premières. Autant d'aléas qui jettent un doute sur le juste prix des entreprises cotées au regard de leurs perspectives.

Attrayantes et rentables, les actions le sont toujours à nos yeux. A condition de rester sélectif, d'adopter une optique à moyen terme, et de tenir compte du rendement.

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

Allianz Global Investors France Société Anonyme au capital de 10.159.600 euros.
RCS Paris 352 820 252. Société de gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le n° GP 97 063.
Siège social : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09.
Document non contractuel.
www.allianzgi.fr

© 2010 Allianz Global Investors
All rights reserved