

Analyse

# L'amorce d'un nouveau cycle

Le degré de certitude auquel les investisseurs se sont habitués est devenu en soi un risque. Désormais, seul compte le rendement réel.

Décembre 2011



**Allianz**   
Global Investors

Voir plus loin.  
Anticiper aujourd'hui  
les stratégies  
d'investissement  
de demain.

MIB Rom

0,00

0%

DAX Frankfurt

7.039,31

+0,18%

n makers gather at Rowing E

Automobil  
BMW 57  
DAI 48  
VOW3 11  
CON 6  
LEO 3  
ZIL2 2  
VOW 10  
Transpor

## Sommaire

- 4 L'amarce d'un nouveau cycle
- 5 Un modèle économique qui s'épuise
- 8 Un fort impact sur les différentes classes d'actifs
- 11 Quelles opportunités d'investissement retenir ?
- 15 Ce qu'il faut retenir de ce nouveau cycle



7,040	57,500	59,260	57,500
8,545	48,785	49,620	48,785
1,300	111,800	114,230	111,800
0,620	60,250G	62,310	60,250
1,100	31,000G	33,500	30,810
1,700	21,400G	21,995	21,400
3,080	103,300	106,250	103,300
ation & Logistics			

### Capital Market Analysis

Hans-Jörg Naumer (hjn)

Dennis Nacken (dn)

Stefan Scheurer (st)

Olivier Gasquet (og)

Richard Wolf (rw)

## L'amorce d'un nouveau cycle

Comment investir en période de ralentissement économique, de risque accru d'inflation et de taux réels faibles ou négatifs ?

La roue tourne, le monde change ; un cycle s'est achevé, un autre commence. L'investisseur garde en mémoire les années 1980 à 2000, marquées par l'expansion des marchés d'actions et la chute des taux obligataires. Mais depuis 2000, les premiers se sont fortement repliés malgré les bénéfiques record des entreprises, quand les seconds ont poursuivi leur baisse. La théorie des marchés, qui veut que les actions se valorisent lorsque les taux déclinent, n'en éclaire plus le comportement depuis plus de 10 ans. Cette situation n'est pas aussi irrationnelle qu'il paraît. Les pays développés ont épuisé leur modèle de croissance. Les Etats sont excessivement endettés, et les

balances commerciales structurellement déficitaires. Les pays émergents ne sont plus seulement leurs fournisseurs, mais des partenaires économiques puissants et concurrents, et souvent même leurs créanciers.

Ces évolutions marquent nos économies et les marchés financiers. Elles nous invitent à remettre en cause nos approches d'investissement.

Aussi, après avoir dégagé quelques évolutions macro économiques marquantes de ces dernières années, examinerons-nous leur impact sur les principales classes d'actifs, et les conclusions qu'un investisseur peut en tirer.



## Un modèle économique qui s'épuise

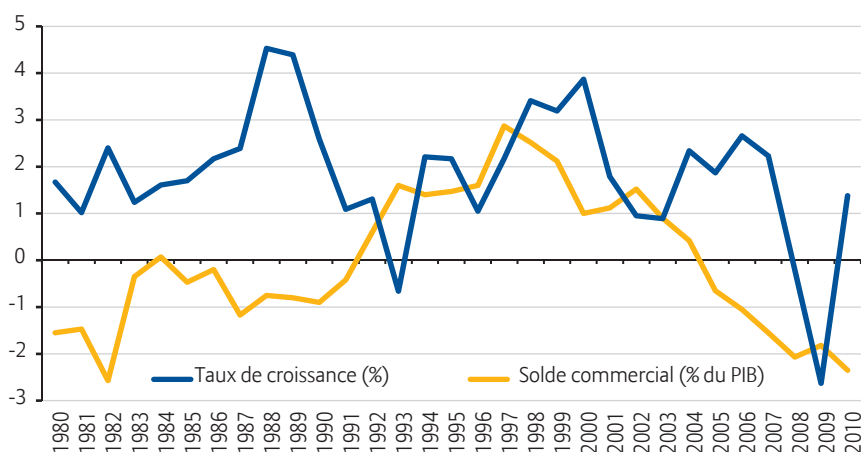
Depuis 1980, le modèle de croissance des pays développés s'est profondément éloigné de celui des « trente glorieuses ». Il a recouru à l'importation de plus en plus massive de biens de consommation moins chers et de plus en plus élaborés des pays émergents. Certes, avec le renfort d'une politique monétaire adaptée, l'inflation a pu être réduite de près de 15 % à moins de 2 %. Mais souvent, le déficit des balances commerciales s'est largement creusé, et un chômage élevé a

renchéri les coûts sociaux et détérioré la compétitivité, au prix d'un ralentissement de la croissance (cf. graphique 1 et 1A). Habités aux fastes des décennies heureuses, les agents économiques ont compensé le ralentissement de leur pouvoir d'achat en s'endettant : les ménages afin de financer leur consommation et leur logement, les Etats de nouvelles prestations sociales et des investissements publics.

### Graphique 1

#### 1980 - 2010 : aux Etats Unis et en France, la croissance économique a ralenti et le solde commercial s'est creusé

Solde commercial et taux de croissance : France

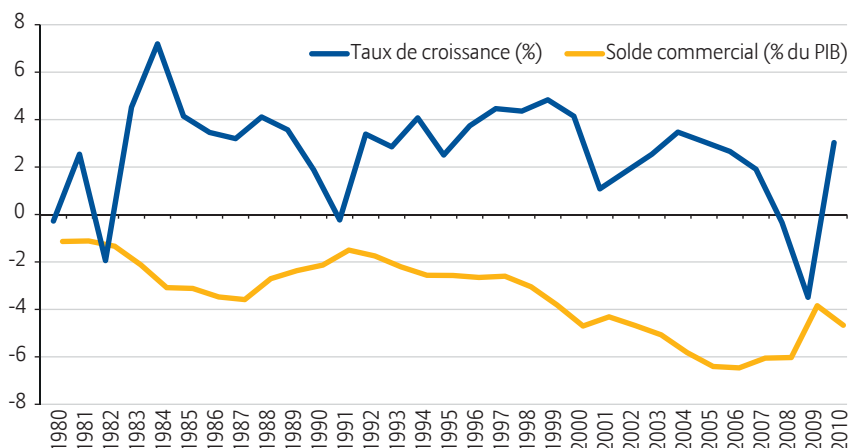


Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Datastream, 21/10/2011

### Graphique 1A

#### 1980 - 2010 : aux Etats-Unis et en France, la croissance économique a ralenti et le solde commercial s'est creusé

Solde commercial et taux de croissance : Etats-Unis



Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Datastream, 21/10/2011

Il en résulte plusieurs conséquences, dont nous en retiendrons deux :

- **les pays développés connaissent une crise de solvabilité.** L'endettement public atteint fin 2010 des niveaux très élevés, de 220 % du Produit Intérieur Brut (PIB) au Japon, 94 % aux Etats-Unis, 83 % en Allemagne, 82 % en France. Les marchés s'en inquiètent s'ils jugent insuffisants les atouts économiques des pays émetteurs, leurs perspectives de croissance et leur capacité d'épargne. D'autant que cet

endettement public se double parfois d'un endettement excessif des ménages : 117 % du PIB aux Etats-Unis, 85 % en Espagne, mais 61 % en Allemagne et 55 % en France. Depuis 4 ans, de nombreux pays ont ainsi vu leur dette dégradée par les agences de notation (Cf. [tableau 1](#)). La crise qui agite la zone euro en est l'illustration la plus frappante, avec la Grèce (endettement public de 143 % du PIB), le Portugal (93 %), et dans une moindre mesure l'Italie (119 %) et l'Espagne (60 %).

**Tableau 1**

**La solvabilité des pays développés s'est détériorée**

Pays développés				
	3 janvier 2007		8 août 2011	
	Notations	Perspectives	Notations	Perspectives
Etats-Unis	AAA	Stable	AA+	Négative
Belgique	AA+	Stable	AA+	Négative
Nouvelle Zélande	AA+	Stable	AA+	Négative
Espagne	AAA	Stable	AA	Négative
Japon	AA-	Positive	AA-	Négative
Italie	A+	Stable	A+	Négative
Israël	A+	Stable	A	Stable
Irlande	AAA	Stable	BBB+	Stable
Portugal	AA-	Stable	BBB-	Négative
Grèce	A	Stable	CC	Négative
Révision	A la baisse	A la hausse		

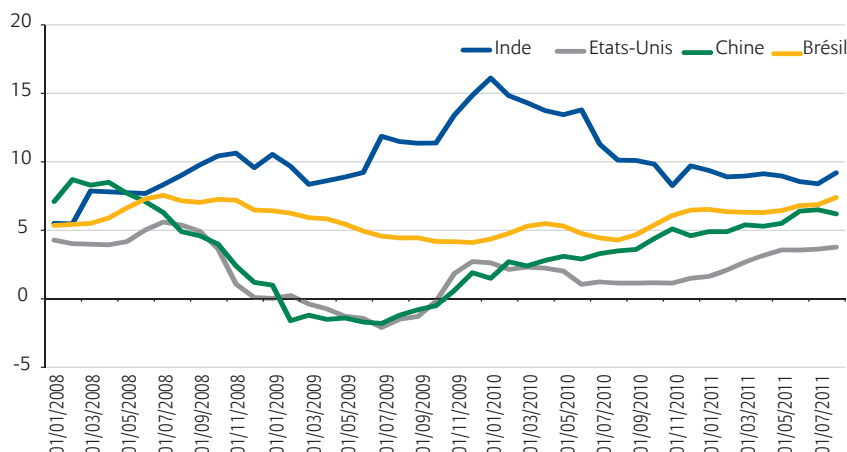
Source : Standard & Poor's ; Allianz Global Investors Capital

- Par leur réussite économique, **les pays émergents, sont devenus facteurs d'inflation.** La Chine et l'Inde en sont les premiers exemples. Leur croissance exceptionnelle soutient un appétit vorace d'énergie et de matières premières, dont elle pousse les cours à la hausse. Elle épuise progressivement les réserves de main d'œuvre bon marché, encourage l'enrichissement continu des compétences locales, revalorise les salaires et favorise l'infla-

tion (Cf. [graphique 3](#)). Enfin, l'accumulation des excédents commerciaux appelle la réévaluation de leur devise. Ainsi, leurs exportations deviennent plus onéreuses et sont appelées à le devenir davantage. Après avoir été un facteur important de la désinflation des pays développés, les pays émergents contribuent désormais à l'augmentation de leurs coûts d'approvisionnement.

**Graphique 3****Les pays émergents deviennent facteurs d'inflation pour les pays développés**

Taux d'inflation annuel (%)



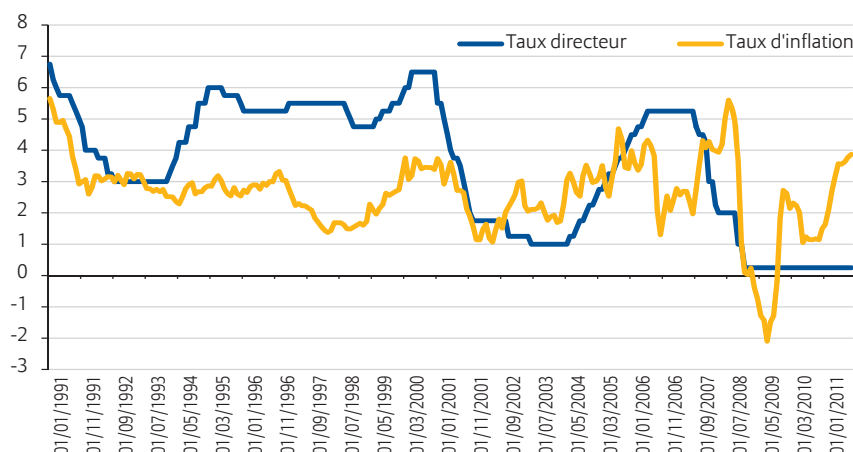
Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Datastream, 21/10/2011

Or, dans nos pays, les politiques monétaires sont à nouveau expansionnistes. Afin de juguler la crise des « *subprime* », les banques centrales ont abaissé et, sauf en zone euro, maintenu les taux directeurs à leur plus bas niveau d'après guerre (Cf. graphique 4). Afin de maîtriser les taux longs, elles achètent des obligations d'Etat. Elles créent de la sorte,

indépendamment de la croissance des échanges, de la monnaie susceptible de transformer la hausse des coûts en processus inflationniste. Depuis un an, le raffermissement de l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis et en Europe semble en confirmer le risque. Le scénario de la déflation, souvent évoqué voici plusieurs trimestres, paraît aujourd'hui oublié.

**Graphique 4****Aux Etats-Unis et en zone euro, la politique monétaire s'accommode de l'inflation**

Taux directeur et inflation : Etats-Unis (%)



Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Datastream, 21/10/2011

## Un fort impact sur les différentes classes d'actifs

La crise de la solvabilité publique et le raffermissement de l'inflation bouleversent le rendement, les perspectives et la valorisation des différentes classes d'actifs.

La crise de la solvabilité publique est fondamentale. Sur le plan financier, le doute sur la capacité des Etats à honorer leurs dettes nuance le caractère « *sans risque* » du taux des obligations publiques, et bouscule l'évaluation des actifs. Sur le plan économique, elle oblige les Etats à réduire leur déficit budgétaire, leur endettement, et donc leur contribution à l'activité. Or, le chômage élevé, l'érosion

des salaires par l'inflation et le désendettement brident la consommation des ménages, premier vecteur des reprises passées. La croissance actuelle et à venir ne peut donc être que structurellement lente.

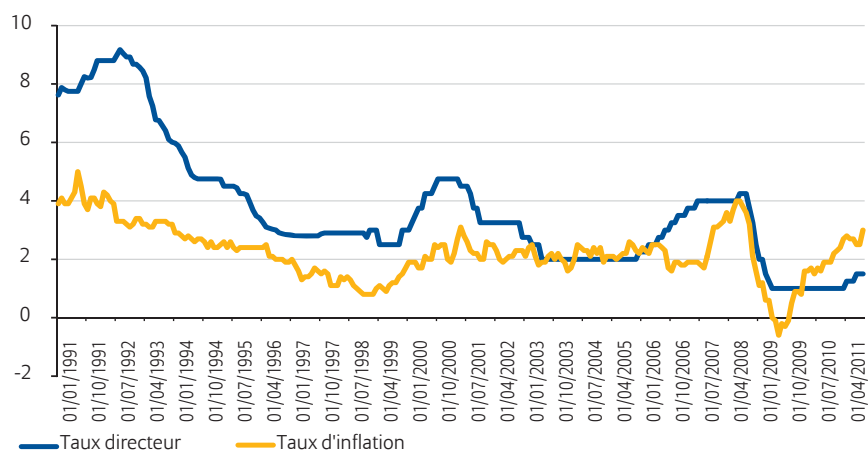
L'inflation oblige également à réviser notre regard sur chaque classe d'actif :

- le monétaire, placé en titres d'Etat, est a priori sans risque. Placement à court terme par excellence, son taux actuel d'environ 1 % ne suffit pas à protéger le capital d'une inflation de 3 % (Cf. graphique 5).

### Graphique 5

#### Aux Etats-Unis et en zone euro, la politique monétaire s'accommode de l'inflation

Taux directeur et inflation, zone euro (%)

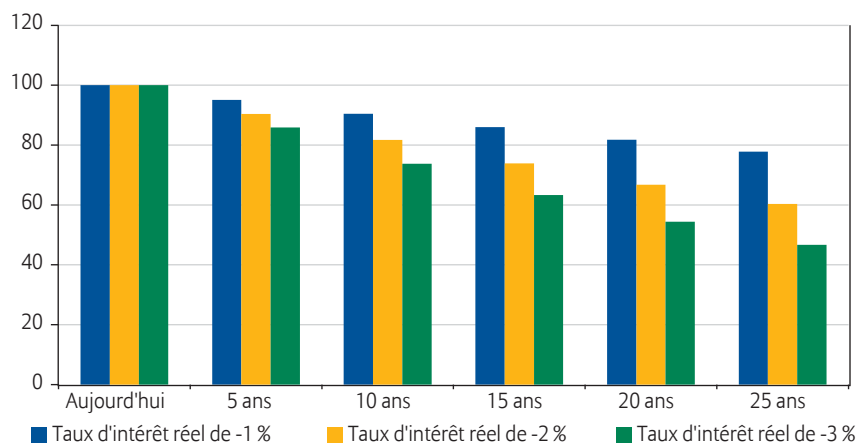


Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Datastream, 21/10/2011

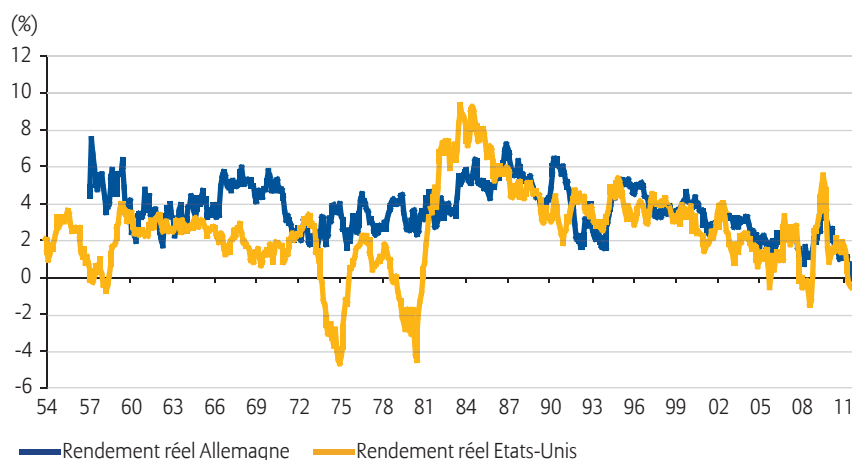
- Les obligations souveraines se scindent en deux groupes :
  - celles émises par les pays jugés solvables. Leurs taux longs, aux plus bas niveaux historiques de 1,7 % en Allemagne et 1,8 % aux Etats-Unis, ne protègent pas le capital contre une inflation de 2,6 et de 3,9 %. En France, le taux à 10 ans de 2,6 % reste supérieur à l'inflation de 2,2 % (Cf. graphique 6 et 7). Mais dans ces 3 pays, la fiscalité sur le revenu conduit le rendement après inflation en territoire négatif.
  - Dans les pays moins solvables tels que l'Italie et l'Espagne, le taux à 10 ans s'établit à 5,5 et 5,1 %, pour une dérive des prix de 3,1 %. Un rendement « *réel* », c'est-à-dire net d'inflation, égal ou supérieur à 2 %, intègre un risque de crédit qui entretient la volatilité des taux et la fluctuation des cours.

**Graphique 6****Un taux réel négatif érode le capital**

Perte de pouvoir d'achat résultant d'un taux d'intérêt réel négatif



Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Octobre 2011

**Graphique 7****Etats-Unis et Allemagne : des taux longs réels (taux nominal inflation) négatifs**

Source : Datastream ; Capital Market Analysis d'Allianz Global Investors, 21/10/2011

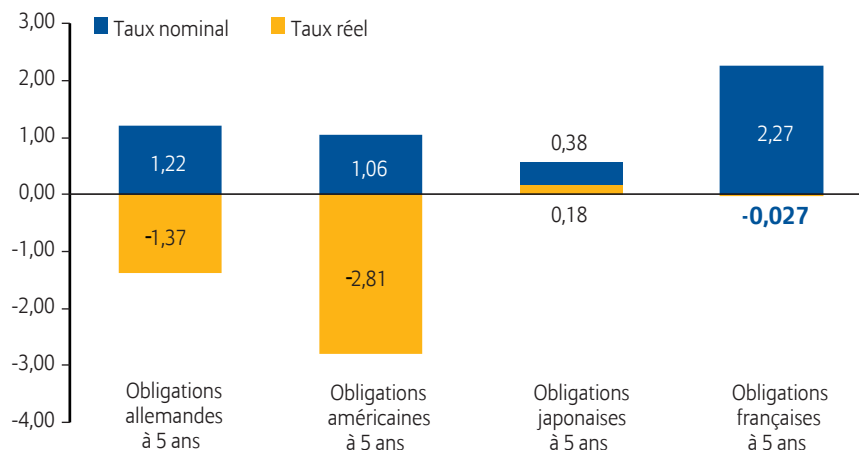
Sur le marché obligataire, l'investisseur doit ainsi choisir entre un émetteur sûr, dont le titre à court terme offre un rendement faible et une valeur relativement stable, mais dont l'inflation et l'impôt grignotent la valeur « réelle » ; ou bien un émetteur moins crédible, dont le rendement est plus élevé, mais la valeur plus instable (Cf. graphique 8).

A moyen terme, la confirmation d'un processus inflationniste devrait conduire à une remontée générale des taux longs. La valeur de tout investissement obligataire en souffrirait, en particulier celle des titres émis par les emprunteurs les plus sûrs et versant les coupons les plus faibles (Cf. schéma 1).

### Graphique 8

#### Dans les pays développés, le taux réel est faible, voire négatif

Taux nominaux et réels des obligations à 5 ans (%) par rapport à l'inflation actuelle



Source : Allianz Global Investors, Datastream, 21/10/2011

### Schéma 1

#### L'investissement obligataire :

#### les risques induits en un an par l'inflation et une hausse des taux

Hypothèses : Achat d'une obligation le 31 août 2011 Echéance 10 ans - Coupon 2 %	Exemple (taux d'intérêt 1 % ; inflation 2,5 %) Prix d'achat : 100 euros
Hausse des taux d'intérêt +1 %	Inflation 2,5 % par an Prix de l'obligation = 91,47 euros
Cession de l'obligation et paiement du coupon le 31 août 2012	Coupon + 2 euros Prix de vente Eur 91,47 Rendement total = 93,47 euros
Inflation 2011/2012	Inflation 2,5 % par an Valorisation réelle = 91,19 Eur
Perte réelle subie par l'investisseur	<b>-8,81 euros</b>

Source : Capital Market Analysis d'Allianz Global Investors

Calculs illustratifs, la performance passée ne saurait garantir la performance future.

- Les actions des pays développés présentent un paradoxe. Les bénéfices des entreprises atteignent des niveaux exceptionnellement élevés, alors que les valorisations comptent parmi les plus modestes depuis 30 ans, tant en valeur absolue que rapportées aux taux longs (Cf. graphique 9 & 9A). Les actions en Bourse sont affectées comme tout actif par la crise de la

dette publique. D'une part, le doute sur le crédit des Etats ébranle la notion de taux sans risque, fondement de leur évaluation. D'autre part, sa restauration impose des efforts budgétaires et fiscaux, qui pèsent durablement sur l'activité économique, donc sur les perspectives bénéficiaires.

Cependant, les actions devraient être moins vulnérables au raffermissement de l'inflation. Elles détiennent en effet des immeubles, des parts de marché, des marques qui sont autant d'actifs « réels » dont la valeur nominale est

susceptible d'augmenter avec les prix. Or, l'endettement qui les finance est modéré. Les cours de bourse actuels, qui sous-estiment nettement la valeur industrielle de ces actifs, pourraient donc progresser avec l'inflation.

Automobile					
BMW	57,040	57,500	59,260	57,500	59,260
DAI	48,545	48,785	49,620	48,785	49,620
VOW3	111,300	111,800	114,230	111,800	114,230
CON	60,620	60,250G	62,310	60,250	62,310
LEO	31,100	31,000G	33,500	30,810	33,500
IL2	21,700	21,400G	21,995	21,400	21,995
VOW	103,080	103,300	106,250	103,300	106,250
Transportation & Logistics					
DPW	12,650	12,600	12,685	12,530	12,685
UFA	31,425	31,530G	31,530	31,265	31,530

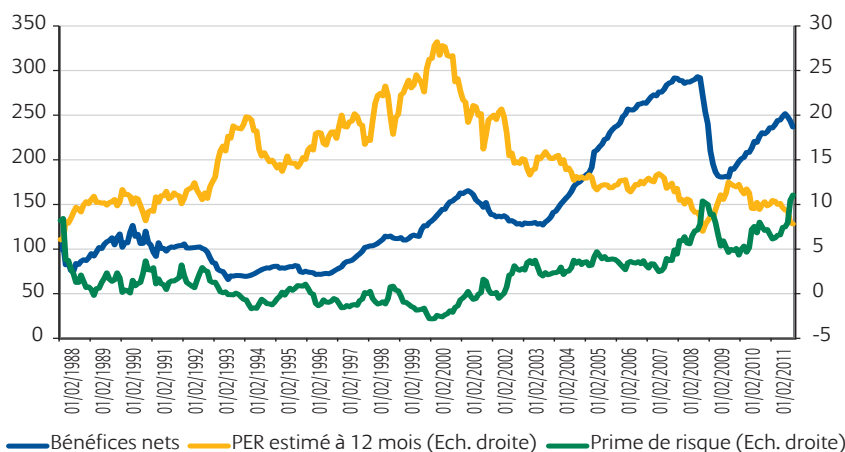
## Quelles opportunités d'investissement retenir ?

La situation économique et financière des pays développés est fragile. Son éventuel redressement dépend de décisions budgétaires et monétaires, donc de choix électoraux et politiques difficiles à prévoir. L'incertitude qui en résulte im-

pose à l'investisseur d'identifier les points de certitude, de diversifier ses placements (Cf. tableau 2), et d'adopter une perspective d'investissement à long terme.

### Graphique 9

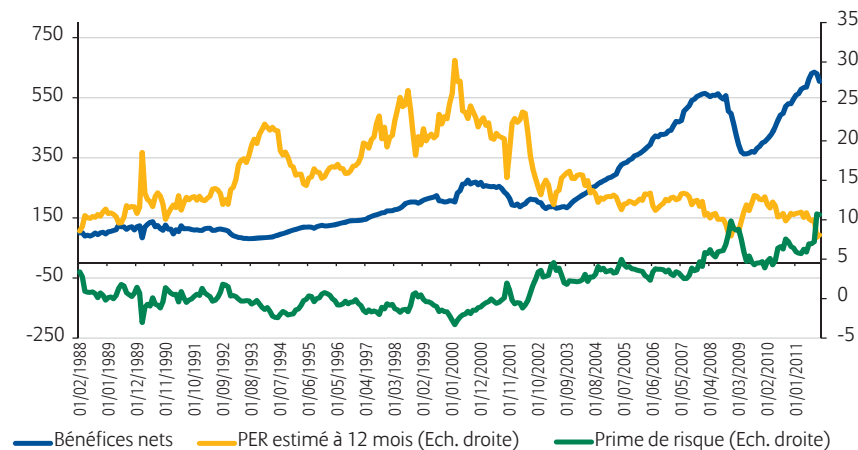
**En France et en Allemagne, les bénéfices sont proches de leur record, les PER de leur plancher - France (CAC 40)**



Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Bloomberg, 21/10/2011

**Graphique 9A**

**En France et en Allemagne, les bénéfices sont proches de leur record, les PER de leur plancher - Allemagne (DAX 30)**



Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, Bloomberg, 21/10/2011

**Tableau 2**

**Investissements recommandés en période de taux d'intérêt réels faibles, voir négatifs (octobre 2011)**

Stratégies	Raisons et arguments	Stratégie et classe d'actifs
Solutions obligataires	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Croissance économique et amélioration de la solvabilité publique (marchés émergents).</li> <li>• Amélioration des bilans d'entreprises (pays développés).</li> <li>• Spreads de taux (obligations d'entreprises par rapport aux emprunts d'Etat).</li> <li>• Duration négative (en cas de hausse des taux).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obligations émergentes.</li> <li>• Obligations d'entreprises / à haut rendement.</li> <li>• Stratégies obligataires flexibles.</li> <li>• <b>Risques</b> : mauvaises anticipations des évolutions macro-économiques et/ou de marché.</li> </ul>
Actions et actifs réels	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance économique (marchés émergents).</li> <li>• Les tendances de fond (Megatrends) : par ex., la raréfaction des ressources, démographie etc.</li> <li>• L'inflation (en particulier les matières premières).</li> <li>• Les actions (valorisations attrayantes, rendement élevé).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pays émergents : actions d'entreprises de ces pays ou se développant dans ces pays.</li> <li>• Rendement : actions à dividende élevé.</li> <li>• Actifs réels : matières premières, énergie, métaux précieux, immobilier coté.</li> <li>• Technologies : révolution numérique, énergies nouvelles, environnement.</li> <li>• <b>Risques</b> : « <i>timing</i> » de marché difficile à anticiper ; aléa fréquemment imprévisibles.</li> </ul>
Gestion flexible : diversification d'actifs (Multi-assets) et performance absolue	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Des risques (extrêmes) plus fréquents du fait de la mondialisation des marchés.</li> <li>• La diversification contribue à réduire le risque global du portefeuille.</li> <li>• Les actions : des valorisations plus attrayantes que celles des obligations.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Produits flexibles.</li> <li>• Produits de performance absolue.</li> <li>• Produits diversifiés (multi-assets).</li> <li>• Solutions de gestion du risque.</li> </ul>

Source : Allianz Global Investors, Capital Market Analysis, 21/10/2011

A un horizon long, l'obligataire des pays les plus solvables est sans doute surévalué, et ne se présente plus comme un investissement parfaitement sûr. Il devrait être tributaire un jour de la fin de la crise boursière et du retour de la confiance, de tensions inflationnistes, enfin de la remontée des taux longs qui

en résulterait. Il en est de même des obligations des pays moins bien notés affectées d'un risque de solvabilité. Cependant, il existe des obligations à coupons élevés au risque de crédit clairement identifié et qui présentent aujourd'hui des opportunités d'investissement (Cf. graphique 10). Ainsi :

**Tableau 3**  
**La solvabilité des pays émergents s'améliore**

Pays émergents				
	3 janvier 2007		8 août 2011	
	Notations	Perspectives	Notations	Perspectives
Chine	A	Stable	AA-	Stable
Estonie	A	Stable	AA-	Stable
Taiwan	AA-	Négative	AA-	Stable
Chili	A	Positive	A+	Positive
Bolivie	B-	Négative	B+	Stable
République Tchèque	A-	Positive	A	Positive
Pologne	BBB+	Stable	A-	Stable
Brésil	BB	Positive	BBB-	Positive
Inde	BB+	Positive	BBB-	Stable
Colombie	BB	Positive	BBB-	Stable
Pérou	BB+	Stable	BBB-	Positive
Indonésie	BB-	Stable	BB+	Positive
Philippines	BB-	Stable	BB	Stable
Turquie	BB-	Stable	BB	Positive
Paraguay	B-	Positive	B+	Positive
Equateur	CCC+	Stable	B-	Positive
Révision	A la baisse	A la hausse		

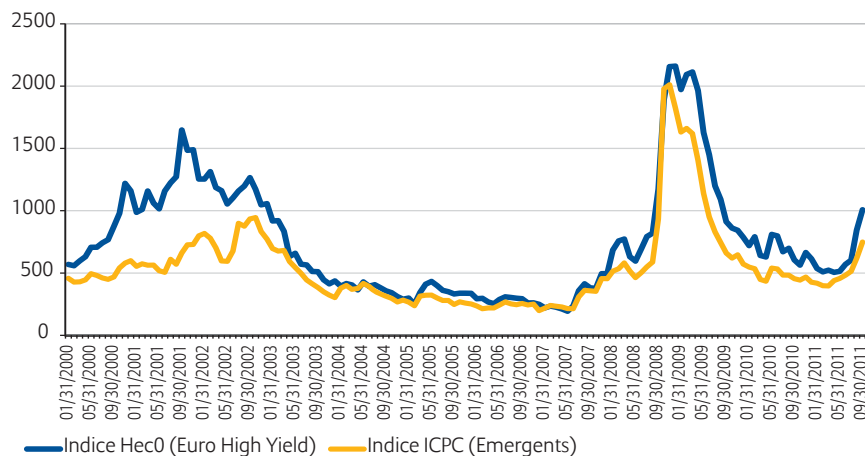
Source : Standard & Poor's ; Allianz Global Investors Capital

- les obligations des pays émergents : leur situation financière est saine, leurs notes de crédit s'améliorent (Cf. tableau 3), et leurs devises sont appelées à se réévaluer à moyen terme,
- les obligations privées à rendement élevé (« *corporate high yield* ») : leurs

différentiels de taux avec les obligations d'Etat (« *spread* ») sont remontés au cours de la crise, sans détérioration de la situation financière des émetteurs. Leur normalisation engendrera une performance appréciable,

**Graphique 10**

**L'écart de taux offert par les obligations privées « high yield » et les obligations émergentes par rapport aux obligations d'Etat reste élevé**  
 Spreads high yield et obligations émergentes



Source : Allianz Global Investors Capital Market Analysis, Bloomberg, 21/10/2011

- enfin, les obligations convertibles : outre des attraits comparables à ceux des obligations « corporate », leur convertibilité les indexe à une éventuelle reprise du cours des actions.

Quant aux actions, l'investisseur profitera d'autant mieux de leurs atouts qu'il aura identifié des thèmes durablement porteurs. Par exemple :

- les pays émergents, dont la croissance devrait continuer à tirer celle du reste du monde :
  - leurs entreprises offrent des croissances bénéficiaires élevées, et leur devise un potentiel de réévaluation,
  - leur dynamique anime également plusieurs secteurs des économies développées. Les grandes entreprises présentes dans les infrastructures urbaines, la production d'énergie, l'équipement des ménages, le luxe, etc. se développent rapidement sur ces marchés : elles permettent de jouer ces derniers à un moindre risque que les entreprises locales.
- Les technologies liées à internet, qui restent des vecteurs de croissance à long terme. Il en est de même de celles nées de la contrainte environnemen-

tale : les énergies renouvelables, les économies d'énergie, le traitement et le recyclage des déchets,

- les actifs « réels », mieux à même de résister à un éventuel renforcement des tensions inflationnistes. C'est le cas des actions liées à l'immobilier, à l'or, aux matières premières,
- enfin, les actions des sociétés payant un rendement durablement élevé. En effet, aujourd'hui, les dividendes servis par une moitié des sociétés membres de la plupart des grands indices occidentaux procurent un rendement nettement supérieur à celui des taux à 10 ans.

## Ce qu'il faut retenir de ce nouveau cycle

La crise de l'endettement des pays développés marque l'épuisement de leur modèle économique. Sa résolution requiert des mesures politiques dont l'ampleur, le calendrier et l'adéquation sont difficiles à prévoir. Elles marqueront fortement les années à venir.

Cette crise secoue les marchés financiers, augmente fortement leur volatilité et désorganise profondément la valeur relative traditionnelle des actifs. Ces phénomènes pourraient persister tant que les pays développés n'auront pas maîtrisé leur endettement. L'effort budgétaire, autrement dit la réduction des dépenses et la hausse des impôts, et une certaine tolérance à l'inflation pourraient permettre d'y parvenir.

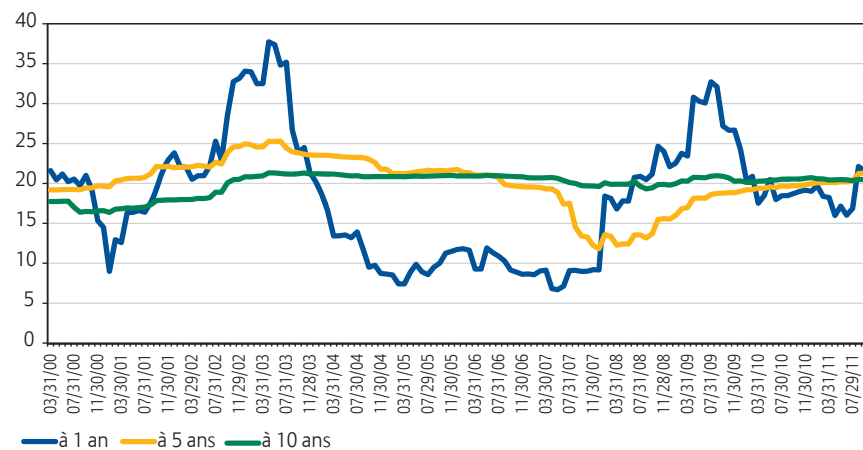
En attendant, les séquences de performances annuelles élevées, comme celles observées entre 1996 et 2000, ou 2003 et 2007, sont probablement révolues. Afin de placer au mieux son épargne dans l'environnement qui se dessine, l'investisseur doit admettre plusieurs points :

- la performance des actifs « *non risqués* » et la contre-performance des actifs risqués depuis 10 ans, sans doute moins que jamais, ne peuvent être extrapolées pour l'avenir,
- la volatilité des marchés, a priori inhérente aux périodes d'adaptation structurelles des économies, pourrait être durable,
- la mobilité devrait permettre de tirer parti de cette volatilité :
  - en achetant des actifs bon marché, aux performances passées souvent décevantes,
  - en acceptant de céder des actifs chers, aux performances passées parfois flatteuses.
- Un horizon d'investissement long, de 5 à 10 ans, contribue à gommer la volatilité d'un portefeuille (Cf. graphique 11) ; pour construire la performance de son patrimoine, une approche patiente est probablement plus sûre à long terme que la recherche de gains à court terme.

### Graphique 11

**Différer de 1 à 5 ou 10 ans son horizon d'investissement permet de réduire la volatilité (le risque) de son portefeuille**

Volatilité de l'Eurostoxx



Source : Allianz Global Investors Capital Market Analysis, Bloomberg, 21/10/2011

Olivier Gasquet

Achévé de rédiger le 19 octobre 2011

Document édité et communiqué par Allianz Global Investors France S.A.

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

Ce document est réalisé à titre d'information et ne saurait constituer une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Avant toute décision d'investissement, un investisseur devrait consulter son conseiller financier pour évaluer l'investissement et s'assurer de l'adéquation à l'investissement en fonction de sa situation, son profil de risque et ses objectifs. Les opinions développées, ainsi que les données du portefeuille ou du contexte économique, sont représentatives au jour indiqué et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. 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. Document non contractuel.

[www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr)