

I/2018

Update

Le magazine destiné
aux investisseurs institutionnels



Stratégies d'investissement alternatives

Boostez votre portefeuille

06

FORUM DE L'INVESTISSEMENT

Les conclusions du Forum de Hong Kong, 2018

12

FOCUS

Innovation et productivité ne vont pas toujours de pair : quelles conséquences pour la croissance et les marchés d'actions ?

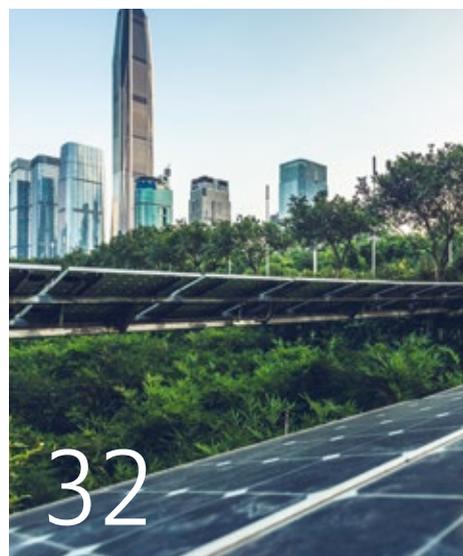
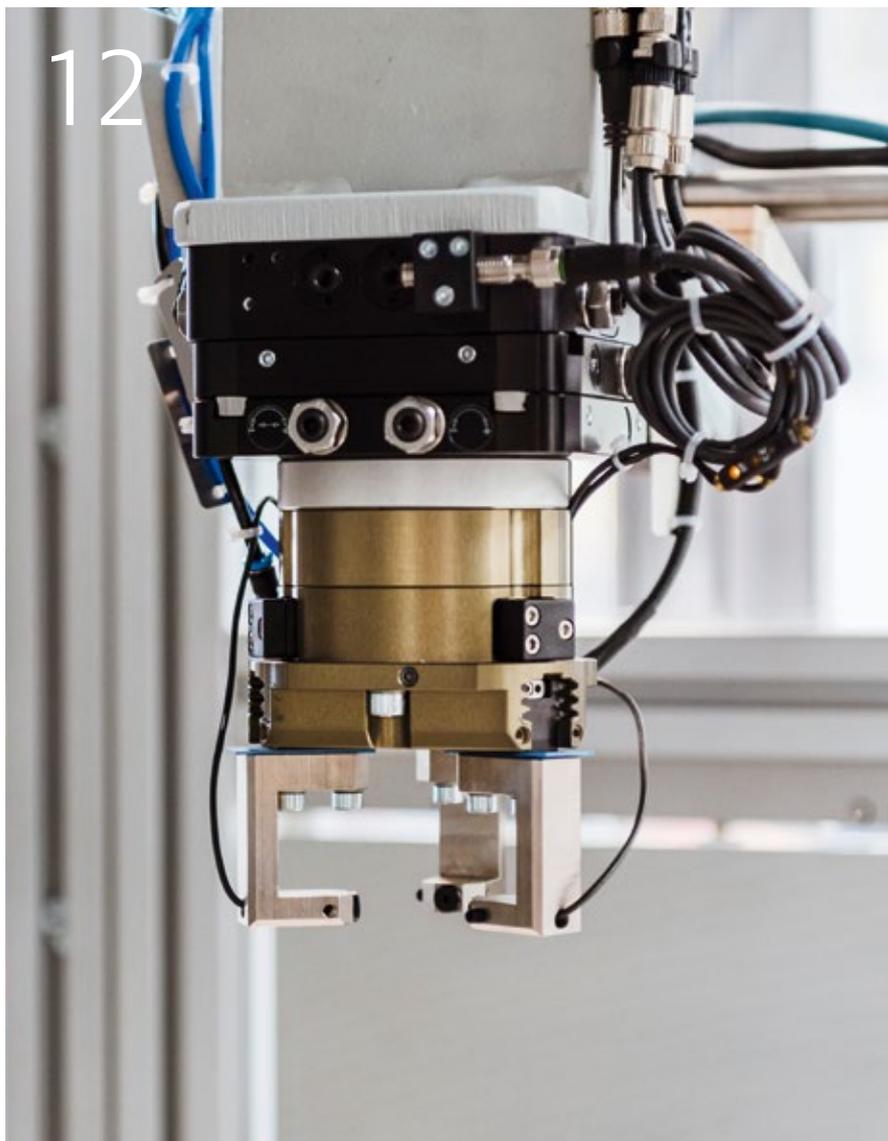
32

INVESTISSEMENT DURABLE

La dette d'infrastructure à l'épreuve des critères ESG : l'importance de définir des priorités stratégiques

Allianz 
Global Investors

Comprendre. Agir.



04 | PANORAMA
Actualités d'Allianz Global Investors

06 | FORUM DE L'INVESTISSEMENT
Les conclusions du Forum de Hong Kong, 2018

12 | FOCUS
Innovation et productivité ne vont pas toujours de pair : quelles conséquences pour la croissance et les marchés d'actions ?

24 | PERSPECTIVES DE MARCHÉ
Revue 2018 des marchés financiers

26 | STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES
Les stratégies adaptées en période de baisse des primes de risque

32 | INVESTISSEMENT DURABLE
La dette d'infrastructure à l'épreuve des critères ESG : l'importance de définir des priorités stratégiques

37 | ACTUALITÉS D'ALLIANZ GLOBAL INVESTORS
Allianz Capital Partners et Allianz Global Investors unissent leurs forces sur le segment de la gestion alternative

38 | INTERVIEW
Gerhard Single, Responsable Family Offices, Allianz Global Investors

STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT ALTERNATIVES

Cher lecteur,

J'ai le plaisir de vous adresser cette première édition de l'année 2018 du magazine Update d'Allianz Global Investors.

Les investissements alternatifs représentent aujourd'hui une activité essentielle et en plein essor d'AllianzGI. Depuis le lancement de la stratégie Structured Alpha en 2005, Nous avons développé un ensemble de stratégies liquides, couplées à des solutions d'investissement sur des actifs réels et non cotés, afin de répondre aux attentes évolutives de nos clients en termes d'objectifs d'investissement. Plus récemment, nous avons accueilli Allianz Capital Partners dans le giron d'AllianzGI, permettant de développer une offre éprouvée de solutions de Private Equity. La demande de stratégies alternatives semble être inscrite dans la durée, soutenue par la volonté des investisseurs de diversifier leurs portefeuilles traditionnels via une exposition à des sources nouvelles et souvent décorréliées de rendement.

Dans la présente édition, Arne Tölsner, responsable de la clientèle institutionnelle pour la région DACH (Allemagne, Autriche, Suisse), rappelle l'attrait des stratégies alternatives liquides et le rôle clé qu'elles sont amenées à jouer dans un environnement marqué par la faiblesse durable des taux d'intérêt. Adrian Jones, directeur de la dette d'infrastructure, retrace pour sa part le développement de la plateforme d'investissement en dette d'infrastructure, avec notamment l'intégration des facteurs ESG dans l'analyse du profil de risque des émetteurs potentiels.

Comme à l'accoutumée, plusieurs professionnels de l'investissement d'AllianzGI se sont retrouvés à Hong Kong en janvier pour notre événement biannuel phare, le Forum de l'investissement. Dans le présent magazine, Neil Dwane fait le point sur les grandes conclusions tirées des nombreux débats et discussions très nourris qui ont été échangés à cette occasion. De son côté, Stefan Hofrichter, Responsable de l'Analyse Economique et Stratégique, lève le voile sur le rôle de la productivité et de l'innovation dans la croissance. Enfin, nous avons souhaité vous présenter Gerhard Single, responsable des Family Offices pour la région DACH qui répond, dans le cadre d'une interview dédiée, à une série de questions relatives à cette clientèle qui se distingue par sa grande diversité de profils.

Je vous souhaite une lecture riche et instructive.

Sincèrement,



Deborah Zurkow Responsable
monde de la gestion alternative chez
Allianz Global Investors



PERSPECTIVES

Six conclusions de notre Forum de l'Investissement à Hong Kong

Le 17 janvier, Hong Kong a servi de décor aux débats enflammés qui ont animé la dernière édition de notre Forum semestriel de l'investissement, à l'occasion duquel les spécialistes de l'investissement d'AllianzGI, venus des quatre coins de la planète, se sont retrouvés pour échanger leurs perspectives. À cette occasion, les débats ont été centrés sur les principales tendances à court terme qui influencent actuellement l'environnement de marché afin d'identifier et de répondre aux opportunités et défis auxquels font face nos clients à travers le monde.

À l'issue d'une journée particulièrement chargée, rythmée par une succession de présentations et de tables-rondes, le Forum de l'investissement s'est clôturé par une revue des points clés, repris dans une synthèse rédigée par Neil Dwane, notre stratège monde, et figurant page 6.



➔ POUR EN SAVOIR PLUS :
www.updatemagazineonline.com/Investmentforum



STRATÉGIE

Allianz Capital Partners rejoint AllianzGI

Allianz Global Investors et Allianz Capital Partners (ACP) se préparent à unir leurs forces en vue d'élargir la gamme d'expertises et de solutions d'investissement actuellement proposée à l'importante base de clientèle internationale d'AllianzGI. Ce partenariat viendra renforcer l'offre d'AllianzGI dans le domaine des investissements alternatifs. Les deux entités ont pour objectif stratégique de développer en commun une offre d'investissement destinée aux clients externes du groupe et fondée sur l'expertise éprouvée d'ACP dans le domaine du private equity. ACP poursuivra ses activités en tant qu'entité indépendante, filiale d'AllianzGI. ACP gère actuellement 22 mds EUR d'actifs investis dans des solutions de gestion alternative actions pour le compte d'Allianz. Suite à ce rapprochement, les actifs sous gestion d'AllianzGI sur le segment des investissements alternatifs devraient atteindre plus de 58 mds EUR.



➔ POUR EN SAVOIR PLUS :
www.updatemagazineonline.com/acp



INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Nouvelles du Service clients institutionnels

Dans l'objectif d'améliorer le service pour nos clients Family Office, dont les besoins spécifiques sont très semblables à ceux des investisseurs institutionnels, l'équipe Family Office dirigée par Gerhard Single a rejoint l'équipe Institutional DACH (Allemagne, Autriche, Suisse). Grâce à cette nouvelle configuration, nous souhaitons également nous concentrer davantage sur notre clientèle Family Office en Suisse, que nous considérons comme l'un des marchés les plus prometteurs en Europe. Par ailleurs, au sein de l'équipe Institutional DACH, Heiko Wunderlich pilotera le nouveau pôle Financial Institutions, qui réunit les équipes des banque et assurance (auparavant incluses sous le pôle entreprises) compte tenu de leur correspondance thématique. Heiko et Gerhard rapportent tous deux à Arne Tölsner, responsable de l'équipe Institutional DACH.



DIVERSIFICATION

Nouveau livre blanc : La gestion multi asset : un parfait équilibre pour vos actifs

Ne pas prendre de risques reste le principal risque pour les investisseurs. L'inflation tend à éroder les maigres performances générées par les investissements considérés comme sûrs. Dès lors, pour préserver leur pouvoir d'achat et leur patrimoine, les investisseurs n'ont guère d'autre choix que de recourir à une prise de risque adaptée et pertinente. Dans le contexte actuel, la diversification est essentielle et les solutions multi asset constituent une solution évidente.



➔ **POUR EN SAVOIR PLUS :**
www.updatemagazineonline.com/multiasset



ANALYSE

Nouvelle étude (II): Les stratégies market neutral actions

La faiblesse actuelle des taux d'intérêt, les niveaux élevés des valorisations au sein de plusieurs classes d'actifs et les signes de remontée prochaine de la volatilité sont autant de facteurs qui incitent de plus en plus d'investisseurs à revoir leur allocation d'actifs. Dans ce contexte, les investisseurs pourraient rechercher plus activement des sources d'alpha (α), des solutions de gestion de la volatilité ainsi que des stratégies à faible bêta (β)/market-neutral. Les investisseurs s'intéressent plus particulièrement aux produits d'investissement qui offrent une faible corrélation avec le marché dans son ensemble/les marchés d'actions.



➔ **POUR EN SAVOIR PLUS :**
www.updatemagazineonline.com/strategy



AWARD

Le Magazine Update remporte le prix German Design Award 2018

Notre Magazine Update et notre agence de conception créative Rotwild ont remporté le prestigieux prix German Design Award qui récompense le succès de la relance du magazine en 2016. Ce prix est décerné aux produits et aux projets innovants créés par des pionniers de la conception qui contribuent concrètement au monde du design allemand et international. Le prix German Design Award est remis par le Conseil allemand du design (« Rat für Formgebung »), qui a été fondé en 1953 à l'initiative du Bundestag.

Le jury a ainsi déclaré : « Ce design concis, moderne et profondément harmonieux dote l'entreprise d'une identité unique et différenciante. Ainsi, il présente les informations dans un format pertinent et agréable à lire. Un magazine qui évoque le professionnalisme, et qui impressionne à chaque nouvelle édition. »



Les enseignements **de notre** Forum de l'investissement à **Hong Kong**

AUTEUR: NEIL DWANE

Nos stratégestes, économistes et gérants de portefeuille se sont récemment réunis à Hong Kong pour évoquer la santé de l'économie mondiale et ses perspectives pour les 3 à 5 prochaines années. Le resserrement progressif de la politique monétaire pourrait déclencher un regain de volatilité, notamment dans les pays développés, mais l'Asie (et la Chine en particulier) continue d'afficher de belles perspectives.



1 GARDER UN ŒIL SUR LA FED

Ces dernières années, les mesures d'assouplissement quantitatif des banques centrales couplées à des taux d'intérêt extrêmement bas ont permis aux économies occidentales de ne pas sombrer. À présent, les banques centrales font référence à l'expansion économique, et non plus à la reprise, laissant présager d'un durcissement des politiques monétaires selon des calendriers distincts. La Réserve fédérale américaine (Fed) a déjà entamé

cette normalisation, qui pourrait raviver la volatilité des marchés financiers au même titre qu'un ralentissement économique. Cela étant, le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, privilégiera probablement la prudence concernant la remontée des taux d'intérêt, et devrait prôner la poursuite de la déréglementation des marchés financiers (ce qui nous incite à conserver notre préférence pour les valeurs financières).

6 CONCLUSIONS DE NOTRE FORUM DE L'INVESTISSEMENT À HONG KONG

1 LA FED RELÈVE SES TAUX

Mais la prudence de la Fed devrait assurer la stabilité des marchés

Avis de volatilité sur les marchés

2 ASIE : LE SUJET ÉCONOMIQUE PHARE DU XXIE SIÈCLE

Politique « One Belt, One Road » de la Chine : bien plus qu'un simple effet d'annonce

Ratio dette/PIB de la Chine **258 %**

MAIS

Le marché des actions A chinoises est **30% plus** important que la zone euro

EURO CHINE

3 LA POLITIQUE PÈSE SUR LES PERSPECTIVES DU COMMERCE INTERNATIONAL

La réforme fiscale devrait relancer l'économie américaine

La Chine parviendra-t-elle à tirer son épingle du jeu dans un contexte protectionniste aux États-Unis ?

#1

L'UE semble solide, mais le Brexit plane à l'horizon et l'Italie est fébrile

4 LE VIEILLISSEMENT DES POPULATIONS : UN ENJEU MONDIAL

Le Japon vieillit bien

- Abenomics
- Stimulus des réformes fiscales
- Gouvernance d'entreprise pro-actionnaire

900 m de personnes ont + de 60 ans

5 LES ENTREPRISES DISRUPTIVES CONTINUENT DE REFAÇONNER LE MONDE

FANG: Facebook, Amazon, Netflix, Google

BAT: Baidu, Alibaba, Tencent

Durcissement du cadre réglementaire : la disruption annoncée des stars de la disruption ?

Les gérants actifs cherchent à identifier les gagnants tout en évitant les perdants

6 GÉRER LES RISQUES DANS LA QUÊTE DE RENDEMENT

Inflation

Dans 5 ans

Actuellement

L'économie « Goldilocks » ne durera pas éternellement

Dette émergente + Actions à dividendes

Bonne source de potentiel de rendement

2 LA PERFORMANCE DURABLE DE LA CHINE ET DE L'ASIE PROFITERA AUX ADEPTES DU RISQUE

L'Asie reste le sujet économique phare du XXI^e siècle, ce qui s'explique en grande partie par la transition attendue en Chine, où la consommation intérieure devrait prendre le pas sur les exportations comme moteur économique principal. De plus, le programme « One Belt, One Road » (la nouvelle route de la soie) représente bien plus qu'un simple effet d'annonce. Ces investissements d'infrastructure massifs se déclinent dans toute la région (par exemple, dans le corridor économique sino-pakistanaï). Certains projets ne seront pas pertinents dans tous les pays, d'autant que le service de la dette risque parfois de poser problème, mais ce projet donne une impulsion significative à de nombreux pays. Les entreprises des secteurs des infrastructures et de la construction devraient également bénéficier de cette initiative.

Avec un impressionnant ratio dette/PIB de 258%, la Chine n'est toutefois pas sans risque. Cependant, ses ratios d'endettement élevés devraient être tenables compte tenu de la dette publique encore modérée, des réserves de change élevées et de la faible part des financements extérieurs. Nous attendons également l'échéance de mai 2018, qui marquera l'entrée, pour la première fois, d'un petit nombre d'actions A chinoises dans la composition de l'indice MSCI Emerging Market. Il convient de garder à l'esprit que le marché des actions A représente environ 8 000 milliards USD, soit 30% de plus que la zone euro. Il présente par ailleurs un grand intérêt pour les investisseurs.

3 LA POLITIQUE PÈSE SUR LES PERSPECTIVES DU COMMERCE INTERNATIONAL

Le président américain Donald Trump, qui n'a jamais caché son mépris pour de nombreux accords commerciaux transfrontaliers, pourrait mettre fin à l'ALENA (le principal partenariat commercial entre le Canada, le Mexique et les États-Unis) par un simple décret. Pourtant, malgré la détermination de la maison blanche à faire passer « l'Amérique d'abord », la Chine pourrait bien supplanter les États-Unis au rang de leader mondial, et serait plus qu'heureuse de prendre le flambeau.

Pour l'heure, le président D. Trump a remporté une victoire importante en 2017 avec l'adoption de son projet de réforme fiscale, qui semble prêt à relancer l'économie américaine. Cette réforme devrait avantager plus particulièrement les entreprises des secteurs financier et industriel, où les prévisions bénéficiaires

ont été revues à la hausse, au détriment des services aux collectivités et de l'immobilier, pénalisés par des révisions à la baisse des bénéfices. En outre, le calendrier de la réforme fiscale, qui intervient en fin de cycle, n'est pas des plus favorables. Cette réforme pourrait donner lieu à de nouvelles interventions (non anticipées par les marchés) de la banque centrale. La sélection de titres devrait donc jouer un rôle encore plus important en 2018, soulignant la pertinence de la gestion active.

Malgré les performances robustes affichées par la zone euro, l'Union européenne est aux prises avec les négociations sur le Brexit et la fragilité de l'économie italienne. Le Royaume-Uni s'est également bien comporté après le vote sur le Brexit, malgré une livre sterling affaiblie et des dépenses de consommation en baisse.

4 LE JAPON SE PORTE MIEUX QUE PRÉVU MALGRÉ LE VIEILLISSEMENT DE SA POPULATION

La décélération de la croissance démographique constitue une préoccupation majeure pour de nombreuses économies développées, notamment le Japon et l'Allemagne. À l'échelle mondiale, 900 millions d'individus ont plus de 60 ans, chiffre qui pourrait atteindre 2,1 milliards ces 10 prochaines années.

Point positif, le Japon est le parfait exemple d'un pays ayant réussi à allier vieillissement de la population et relance d'une économie stagnante :

1/ Les réformes menées dans le cadre de la politique Abenomics commencent lentement à produire leurs effets, et l'amélioration du taux d'emploi des femmes et des personnes âgées apporte une réponse aux problèmes du plein emploi et de la faible productivité.

2/ Les réformes fiscales prévues par le Japon dans une perspective de relance de l'économie devraient améliorer la productivité des entreprises, doper les investissements et favoriser la hausse des salaires. Une accélération des investissements du secteur privé favoriserait une très nette amélioration des perspectives à moyen terme du Japon.

3/ La réforme de la gouvernance d'entreprise favorable aux actionnaires s'est traduite par une hausse du retour sur fonds propres de 5 à 10% ces 5 dernières années. Dans l'ensemble, le pays réalise des avancées notables sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG).

4/ En cinq ans, le marché boursier japonais a progressé de 120% (au 30 novembre 2017), porté par la croissance des bénéfices et, dans une moindre mesure, par les revalorisations des actions.

POINTS CLÉS

1/ En 2018, et malgré quelques incertitudes, l'environnement de marché devrait être particulièrement intéressant compte tenu de la confluence de facteurs tels que les tensions géopolitiques, le changement démographique et les avancées technologiques.

2/ Le soutien des banques centrales diminue au niveau mondial, mais la transition devrait être lente. De nombreuses opportunités s'offrent aux investisseurs désireux de sortir de l'univers des obligations de référence.

3/ Les perspectives des marchés chinois et asiatiques restent globalement favorables, à tel point que la sous-pondération « inconsciente » de la Chine pourrait constituer un risque majeur.

4/ Les modèles économiques disruptifs génèrent de nouvelles opportunités d'investissement à travers le monde. Les États-Unis et l'Europe vont devoir faire face à la concurrence du secteur technologique chinois.

« LA DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DÉMOGRAPHIQUE CONSTITUE UNE PRÉOCCUPATION MAJEURE POUR DE NOMBREUSES ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES, NOTAMMENT LE JAPON ET L'ALLEMAGNE. »

5 LA TRANSFORMATION DES SECTEURS ET DES ÉCONOMIES SE POURSUIT SUR FOND DE DISRUPTION

Le rayonnement de certains poids lourds actuels de l'innovation disruptive (les FANG aux États-Unis (Facebook, Amazon, Netflix et Google), et les BAT en Chine (Baidu, Alibaba et Tencent)) continuera de s'étendre dans tous les secteurs, élevant les barrières à l'entrée pour leurs concurrents. Les consommateurs sont de plus en plus friands d'innovations hautement disruptives, à l'instar des solutions de paiement électronique, qui s'affranchissent des banques dans certains pays, comme la Chine, où les espèces sont en voie de disparition. Pourtant, malgré leurs nombreux succès, les méga-capitalisations boursières du secteur technologique se trouvent de plus en plus sous les feux des autorités réglementaires compte tenu de leurs pratiques commerciales (bien que les BAT semblent davantage disposées à respecter les contraintes réglementaires que les FANG).

Dans le domaine de l'intelligence artificielle, les États-Unis et la Chine se sont lancés dans une course que la Chine compte bien

remporter grâce à des investissements massifs. À elle seule, la Chine investit plus en recherche et développement que l'Union européenne, où le manque d'entreprises similaires aux FANG ou aux BAT devient une réelle faiblesse. L'Europe pourrait bien accuser un trop grand retard dans la modernisation de ses entreprises. Les pays émergents doivent également tenir compte des transformations liées à l'intelligence artificielle, en réaffectant la main-d'œuvre devenue inutile vers le secteur des services.

La disruption devrait être une thématique d'investissement majeure durant les années à venir, renforçant la valeur ajoutée des gérants d'actifs qui sauront repérer les entreprises à même de tirer leur épingle du jeu. L'analyse des critères ESG, qui influent directement sur la valeur actionnariale, pourrait se révéler particulièrement utile pour identifier les entreprises dont les modèles économiques sont les plus efficaces.

6 CONJUGUER GESTION DES RISQUES ET QUÊTE DE REVENUS

L'économie mondiale semble réunir toutes les conditions d'un scénario idéal (« Goldilocks ») : grâce aux mesures des banques centrales, la croissance n'est ni trop faible, ni trop forte, et la hausse potentielle de l'inflation ne suscite pas beaucoup d'inquiétudes. Combien de temps cette situation peut-elle durer ? Sur un horizon d'un ou deux ans, nous n'anticipons pas de récession ni d'inversion du cycle de crédit. Bien que l'inflation devrait rester contenue à court terme, nous anticipons une hausse au cours des cinq prochaines années.

Pour de nombreux investisseurs, la quête de revenus reste une préoccupation majeure compte tenu des rendements insuffisants des obligations de référence. Dans ce contexte, la dette émergente

peut se révéler intéressante dans la mesure où elle constitue une source de spread supplémentaire dans un contexte macroéconomique plus porteur. Les actions à dividendes peuvent également offrir des rendements attrayants pour les investisseurs en quête de revenu.

Dans l'ensemble, nos professionnels de l'investissement anticipent un repli de la performance des marchés au cours des 3 à 5 prochaines années. Malgré la complaisance relative des marchés financiers à cet égard, les investisseurs peuvent capturer de nombreuses opportunités d'investissement associées à une prise de risque mesurée.

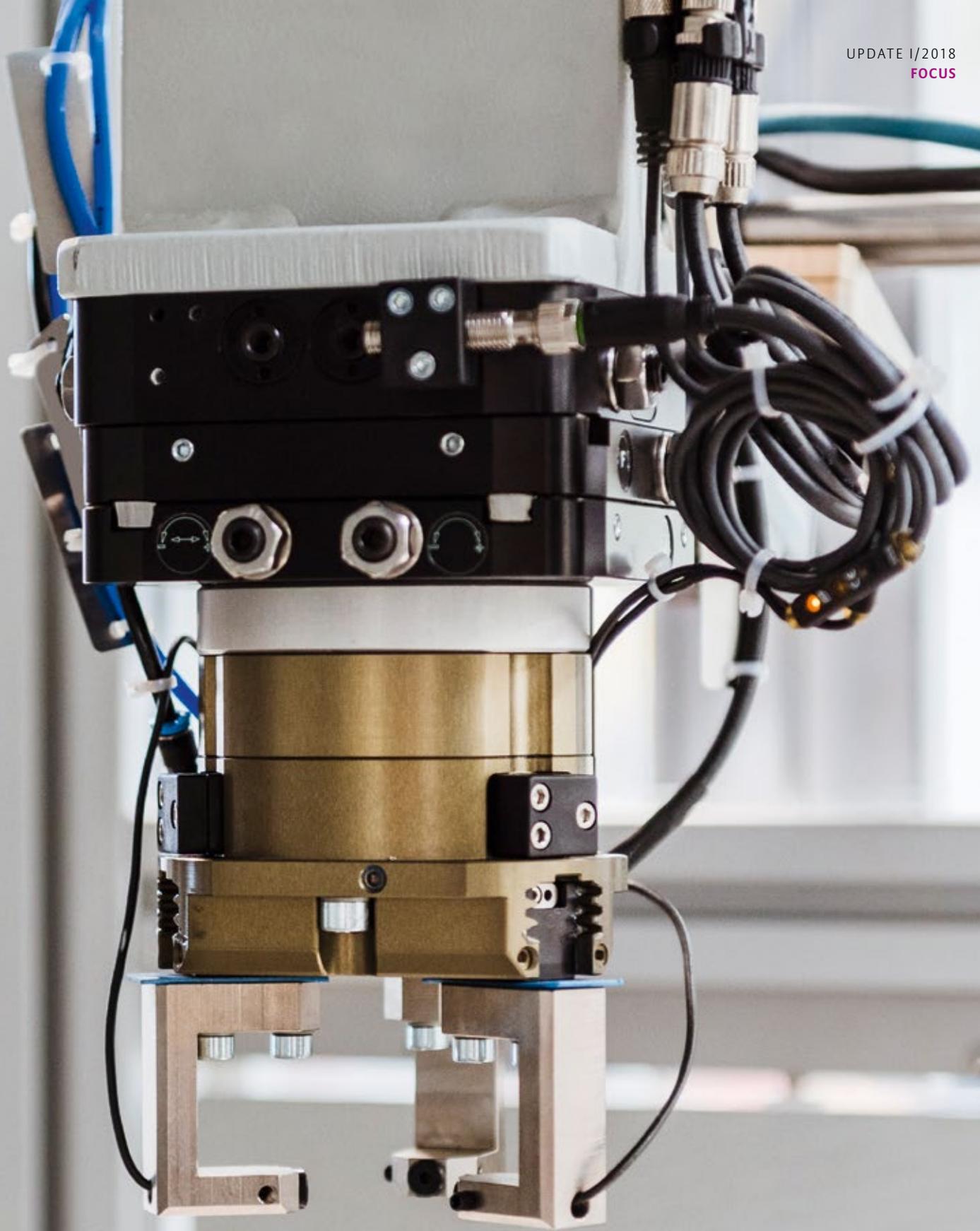


Neil Dwane, Stratégiste mondial, Allianz Global Investors

Innovation et productivité ne vont pas toujours de pair : quelles conséquences pour la croissance et les marchés d'actions ?

AUTEUR: STEFAN HOFRICHTER

Les indicateurs officiels de mesure de la productivité déclinent depuis des décennies, ce qui ne manque pas de surprendre étant donné la rapidité du développement technologique. En fait, loin de stimuler la productivité, nombre de ces innovations sont sources de perturbations pour les économies et les marchés. Ce phénomène pourrait avoir d'immenses répercussions sur l'emploi et la productivité, et déclencher des bouleversements sociaux et politiques imprévisibles.



1

BIENVENUE À L'ÈRE DE LA QUATRIÈME RÉVOLUTION INDUSTRIELLE

Les avancées technologiques se développent à un rythme effréné qui s'accélère sans cesse. Grâce aux applications dont sont dotés nos téléphones portables, nous pouvons rechercher et trouver l'information dont nous avons besoin avec une facilité qui aurait été inconcevable il y a encore quelques années. La trace digitale que nous laissons sur internet permet aux entreprises d'exploiter de gigantesques quantités de données pour personnaliser les messages promotionnels qu'elles nous adressent. L'usage de voitures autonomes va sans nul doute se généraliser dans un avenir proche, tandis que l'apprentissage automatique permet déjà de prendre en charge des tâches qui étaient jusqu'ici réalisées par des spécialistes hautement qualifiés. Et il ne s'agit là que de quelques exemples. Demain, l'innovation dans la sphère numérique, notamment l'intelligence artificielle (IA), devrait influencer encore plus profondément une multitude de secteurs. La production d'énergie, la fabrication, la distribution, les services financiers, juridiques et la santé devraient connaître de profondes mutations.

De fait, par leur portée et leur envergure, ces évolutions technologiques ont été décrites comme une nouvelle révolution industrielle dont les contours pourraient bien d'ores et déjà

s'esquisser sous nos yeux. La première révolution industrielle, qui a eu lieu entre la fin du XVIIIe et la moitié du XIXe siècle, a marqué l'apparition de la mécanisation des processus de production, de la machine à vapeur et du chemin de fer. La deuxième révolution industrielle, de la fin du XIXe siècle au début des années 1930, s'est distinguée par des avancées majeures dans l'utilisation de l'électricité et par l'invention du téléphone, de l'automobile, de la radio et des matières plastiques. La troisième révolution industrielle, de 1950 au début des années 2000, marque l'avènement successif des ordinateurs centraux, des ordinateurs personnels (PC), des téléphones portables et d'internet. Certains affirment que depuis le début de cette décennie, nous sommes entrés de plain-pied dans la quatrième révolution industrielle, caractérisée par la fusion des mondes physique, numérique et biologique.

Klaus Schwab, fondateur du Forum économique mondial de Davos, fut l'un des premiers à défendre cette théorie. Il a qualifié les bouleversements suscités par la quatrième révolution industrielle de « si profonds [...] qu'à aucun moment de son histoire, l'humanité n'avait été confrontée à autant de promesses et de dangers potentiels. »



2

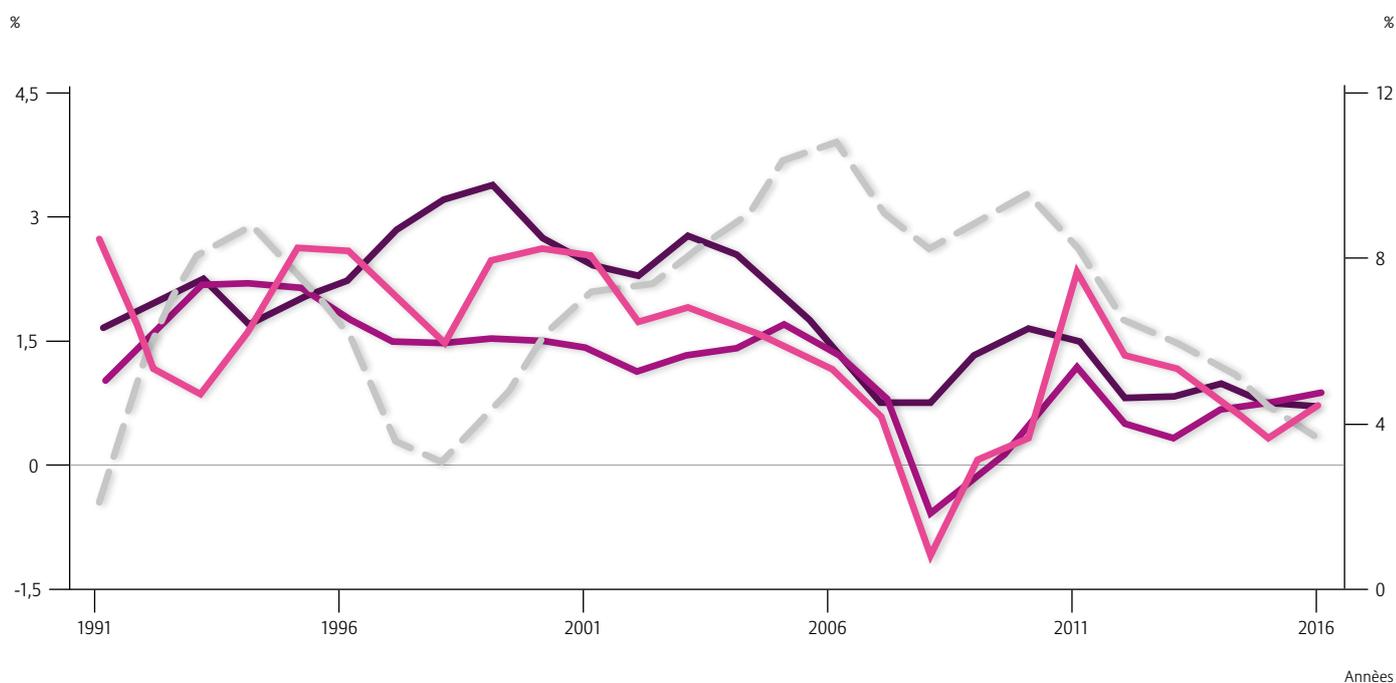
OÙ EST PASSÉE LA PRODUCTIVITÉ ?

Le concept de productivité reflète directement les promesses et les dangers de la quatrième révolution industrielle. Autrement dit, si les innovations technologiques d'aujourd'hui peuvent générer d'importants gains de productivité, c'est-à-dire augmenter le volume de production par unité de ressource consommée (souvent exprimé en termes de production par heure travaillée), nombre de ces technologies pourraient également perturber les processus opérationnels actuels des entreprises. Ce phénomène pourrait avoir des répercussions majeures sur le marché de l'emploi et déclencher des transformations sociales et politiques d'une ampleur imprévisible. Lorsque nous envisageons la productivité sous un angle traditionnel, nous nous attendons à ce qu'elle tire profit des grandes avancées technologiques de ces dernières années. Pourtant, l'analyse des statistiques officielles de la productivité, tant au sein des marchés industrialisés que dans le monde émergent, semble prouver le contraire. Il pourrait même être tentant d'invoquer le

célèbre paradoxe de Robert Solow, qui déclarait en 1987 : « Vous pouvez voir l'ère informatique partout, sauf dans les statistiques de la productivité. »

D'après Robert Gordon, l'un des pionniers de la recherche dans ce domaine, la productivité du travail a progressé à un rythme d'environ 2,33% par an entre la fin du XIXe siècle et le début des années 1970. À partir de ce moment, ce taux a chuté à environ 1,33% par an, à quelques exceptions près autour de l'an 2000. Les données communiquées par The Conference Board confirment ces conclusions (voir **graphique A**). Dans les pays développés, la croissance de la productivité du travail est orientée à la baisse depuis de nombreuses années, et ce mouvement avait déjà débuté bien avant la crise financière mondiale de 2007/2008. Même en Chine, le plus grand pays émergent du monde, la croissance de la productivité du travail a touché un plafond en 2006.

A LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL EST ORIENTÉE À LA BAISSÉ DEPUIS DES ANNÉES



■ États-Unis, échelle de gauche ■ Europe, échelle de gauche ■ Japon, échelle de gauche ■ Chine, échelle de droite

Source : Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, The Conference Board. Données de 2017

Comment pouvons-nous expliquer cette apparente déconnexion entre l'innovation technologique et les chiffres de la productivité ? Où est donc passée toute cette productivité ? Malheureusement, comme cela se vérifie souvent dans le domaine économique, il n'y a pas de vérité absolue. Les optimistes répondraient que nous n'en sommes encore qu'aux prémices du cycle de cette révolution technologique qui se déroulera en plusieurs phases. Dans la phase actuelle d'initiation, marquée par l'introduction de ces technologies innovantes, les chiffres cumulés de la productivité restent globalement modestes. Toutefois, une fois le cycle entré en phase de déploiement, l'usage de ces nouvelles technologies va se généraliser. Selon les défenseurs de cette thèse, dès que les travailleurs auront appris à utiliser au mieux et à appliquer ces technologies, la productivité devrait remonter. Autrement dit, les optimistes estiment que la hausse des ratios de productivité dans l'ensemble de l'économie n'est pas hypothétique, mais seulement une question de temps. Les plus grands contributeurs à la croissance de la productivité ne devraient pas être les secteurs technologiques eux-mêmes, mais ceux qui feront un usage intensif des technologies numériques. Au travers de ce prisme, la question soulevée par les éventuels mauvais chiffres de la productivité est sans importance, comme l'affirment différentes études.

Robert Gordon¹ et d'autres spécialistes partagent une vision beaucoup plus pessimiste des perspectives d'évolution de la productivité à long terme. De leur point de vue, ce déclin structurel que nous observons dans la croissance de la productivité s'explique par l'absence de « nouvelle technologie polyvalente ». Exemple : l'électricité, avancée technologique majeure de la deuxième révolution industrielle, est une technologie incontournable, de celles qui ont radicalement bouleversé les processus de production quel que soit le secteur, et qui ont fortement influencé le comportement des consommateurs. Pour se convaincre de notre dépendance à l'électricité, il suffit d'observer les conséquences des coupures de courant : quelques heures seulement après l'extinction des lumières, le temps semble se figer. Selon les partisans de cette thèse, les innovations technologiques actuelles ont en revanche un impact potentiel moins important. En outre, Robert Gordon souligne que la tendance à la baisse du niveau d'éducation, phénomène qui ne concerne pas uniquement les États-Unis, serait une cause supplémentaire de la faible progression de la productivité.

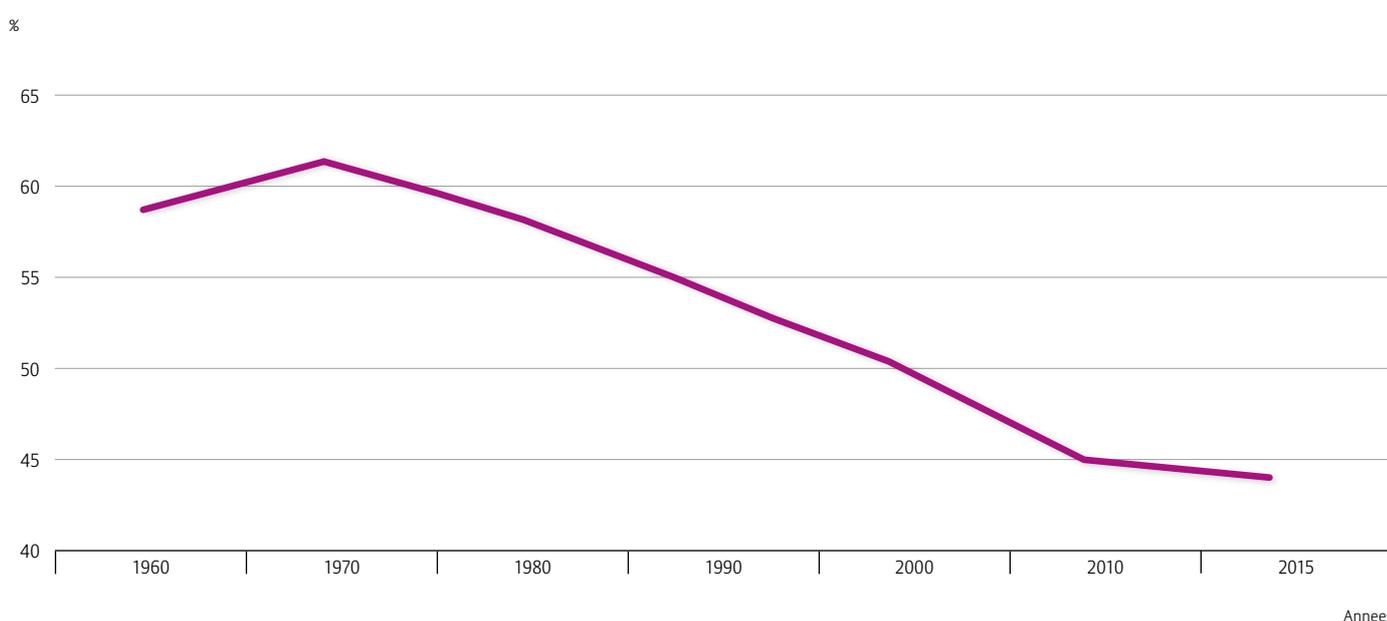
Un autre argument de nature très différente invoque les mesures de politique monétaire pour expliquer le ralentissement tendanciel de la productivité. Selon cette thèse, les politiques monétaires accommodantes engagées par les banques centrales auraient duré trop longtemps. Exerçant une pression à la baisse sur les coûts du capital, elles favoriseraient une mauvaise allocation des ressources financières. La baisse artificielle du seuil d'entrée pour investir accroît la probabilité que les capitaux soient consacrés à des placements qui ne stimulent que faiblement ou pas du tout la croissance de la productivité. Le surinvestissement dans le secteur immobilier pendant la première décennie du millénaire, immédiatement après l'éclatement de la bulle internet en 2000, en est une bonne illustration. La faiblesse des taux d'intérêt a attiré les capitaux vers le marché immobilier, un secteur qui n'est traditionnellement pas à l'origine de gains de productivité importants. Dans le même ordre d'idée, certains font valoir que la politique monétaire aux États-Unis et en Europe est asymétrique depuis le milieu des années 1980 : accommodante dans les contextes de crise économique réels ou anticipés, mais pas suffisamment restrictive durant les périodes d'expansion. Cette politique monétaire asymétrique a par conséquent contribué au ralentissement séculaire de la croissance de la productivité. La solution à long terme pour les banques centrales consisterait à normaliser leur politique monétaire et à abandonner leur approche ultra-accommodante.

Laquelle des deux thèses, l'optimiste ou la pessimiste, explique ce déclin de la productivité alors que les progrès technologiques s'accroissent ? La réponse n'est toujours pas tranchée. Les faits sont pourtant clairs : la dernière vague de progrès technique n'a pas encore renforcé l'efficacité de l'économie.

Sur le segment à revenu modéré de la population active, la demande d'emplois routiniers a chuté, en particulier pour les postes d'employés de bureau et d'ouvriers (voir **graphique B**). En revanche, la proportion de main d'œuvre à haut revenu a progressé dans toutes les principales économies développées, nourrie par une demande accrue d'emplois fortement qualifiés. Il est toutefois intéressant de noter que la part des emplois à revenu faible dans le total de la population active est restée stable, voire croissante, même si elle s'accompagne d'une baisse des salaires réels.

« LA DERNIÈRE VAGUE DE PROGRÈS TECHNIQUE N'A PAS ENCORE RENFORCÉ L'EFFICIENCE DE L'ÉCONOMIE. »

B CONTRACTION DE LA DEMANDE D'EMPLOIS ROUTINIERS



Source : C. B. Frey, T. Berger, C. Chen (2017) : Political Machinery: Automation Anxiety and the 2016 US Presidential Election. (Les rouages de la politique : l'anxiété engendrée par l'automatisation et l'élection présidentielle américaine de 2016.) Données de 2015. Parmi les emplois routiniers figurent notamment les postes d'opérateurs de machine, d'assembleurs, d'agents comptables, d'assistants juridiques et de secrétaires.

Cette tendance devrait perdurer, les avancées technologiques rendant les emplois routiniers et manuels de plus en plus obsolètes, tandis que les postes très qualifiés sont de plus en plus difficiles à pourvoir. Considérons, par exemple, les expertises les plus demandées dans les environnements de travail axés sur la technologie :

- les compétences informatiques et analytiques poussées (par ex. les spécialistes des données) ;
- les compétences comportementales telles que la créativité et l'aptitude à communiquer (par ex. les chargés de relations publiques) ;
- la capacité à percevoir des processus complexes et à accomplir des tâches de manipulation délicates (par ex. les médecins).

Comparez ces qualifications avec celles du chauffeur de taxi ou du routier dont les emplois pourraient bien à terme être engloutis par les véhicules autonomes. Si des analyses très diverses ont été publiées pour évaluer les répercussions des nouvelles technologies sur l'emploi (avec des estimations variant de moins de 10% à près de 50%), la plupart des études semblent se rejoindre sur le fait qu'il faut s'attendre à un accroissement de la demande de main d'œuvre fortement qualifiée très bien rémunérée d'une part, et à une chute marquée de l'emploi routinier peu qualifié, d'autre part.

Cette transformation de la répartition des emplois renforce le risque d'aggravation des inégalités salariales, une question fondamentale de notre point de vue.

Depuis les années 1980, et en particulier depuis la fin de la crise financière mondiale, la hausse des inégalités alimente la montée en puissance des partis et des leaders populistes en Europe et aux États-Unis. Nous sommes convaincus que si ces tendances populistes se muaient en véritables politiques, des effets négatifs sur l'économie et les marchés de plus en plus sévères pourraient être observés, comme nous l'avons expliqué en détail dans un article intitulé « La dimension économique du populisme » (2017). Cette tendance est problématique dans la mesure où le nationalisme économique prôné par les populistes nuira à l'intégration des économies, aux échanges internationaux et aux déplacements migratoires, ce qui est généralement un frein à la croissance de la productivité.

Le libre-échange stimule au contraire la productivité, car il contribue à une meilleure division du travail sur le plan international en encourageant les transferts de savoir-faire.

3

COMMENT LA PRODUCTIVITÉ INFLUE-T-ELLE SUR LES MARCHÉS ?

Même si les progrès technologiques actuels devaient engendrer une croissance plus soutenue de la productivité, leurs effets disrupteurs sur le marché du travail pourraient déclencher une dynamique politique pour ainsi dire contreproductive.

Toutefois, si les innovations technologiques venaient à rehausser le niveau de la productivité, la croissance économique remonterait et l'inflation diminuerait. Dans ce scénario idéal, les actions devraient en théorie tirer profit des innovations technologiques à long terme. Pourtant, cette théorie ne se confirme pas dans la pratique.

Notre analyse, illustrée par le **graphique C/**, montre que les périodes de rendements attrayants à long terme sur les marchés d'actions ont parfois coïncidé, mais pas systématiquement, avec l'apparition d'innovations technologiques majeures.² Il apparaît sur cet exemple qu'à certaines occasions, un investisseur qui serait entré sur le marché au bon moment aurait bénéficié sur le long terme de performances attrayantes sur les actions. Par exemple : dans les années 1950, lorsque les ordinateurs centraux et l'énergie nucléaire ont fait leur apparition ; au milieu des années 1970, peu après la mise au point des ordinateurs personnels ; au début des années 1990, après l'introduction du réseau internet mondial (« World Wide Web ») et d'une nouvelle génération de téléphones portables.

Notre étude a révélé a contrario que certaines grandes innovations technologiques avaient engendré des performances à long terme inférieures à la moyenne. Par exemple : l'invention du téléphone (1876) ; le déploiement du réseau électrique dans les villes occidentales (1882) ; l'invention de l'automobile (1886), de la radio (1920) et du plastique (début des années 1930). Dans le même ordre d'idée, l'invention du moteur à vapeur (1781), l'introduction du chemin de fer (1825) et l'émergence des procédés modernes de fabrication de l'acier (années 1850) ont offert des fenêtres d'opportunités étroites aux investisseurs souhaitant profiter des performances à long terme des marchés d'actions. Ceux qui sont entrés un peu tardivement sur le marché ont alors dû se contenter de performances réelles faibles voire négatives, comme les investisseurs sur le segment des technologies à la fin des années 1990, qui l'ont appris à leurs dépens. En dépit des preuves accumulées, l'absence de lien systématique entre l'émergence d'innovations technologiques majeures et les performances à long terme sur les marchés d'actions peut encore surprendre. Comment expliquer un tel phénomène ?

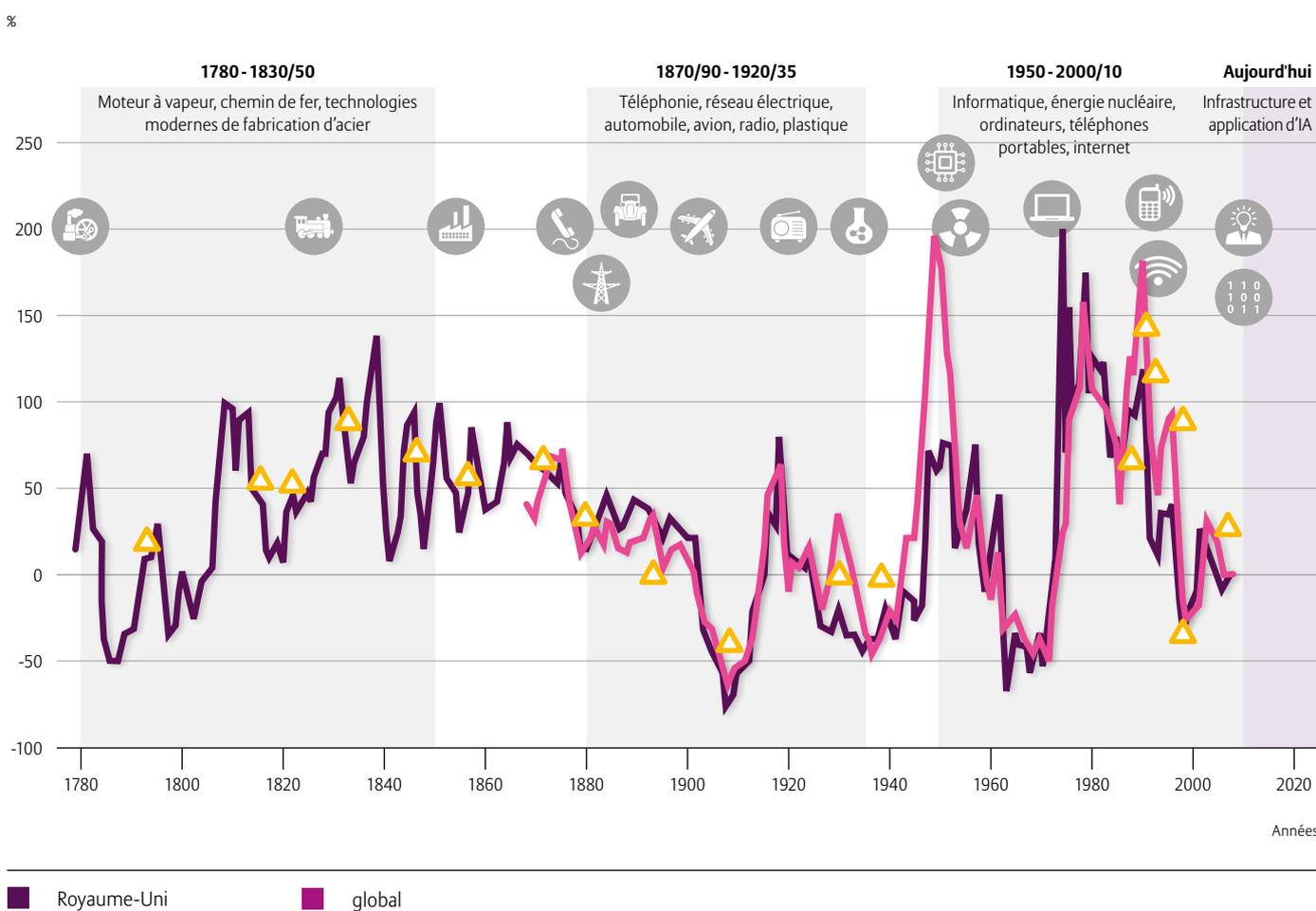
En premier lieu, il convient de rappeler que les concepts d'innovation et de productivité ne sont pas superposables. Toute grande technologie peut certes engendrer des gains de productivité, mais un important décalage dans le temps peut être observé. C'est ce que Robert Solow a constaté lorsqu'il a prononcé sa célèbre phrase dans les années 1980, juste au moment où l'usage des ordinateurs personnels commençait à se répandre.

En deuxième lieu, d'autres facteurs négatifs peuvent fortement contrebalancer les effets positifs des nouvelles technologies sur la productivité. Par exemple, il a fallu attendre le début du XXe siècle pour ressentir les effets des grandes innovations de la deuxième révolution industrielle qui ont marqué la fin du XIXe siècle, et commencer à observer une hausse sensible de la productivité de l'économie mondiale. Plusieurs facteurs expliquent ce décalage, caractéristique de la période souvent baptisée la « Longue dépression » (1873-1896), marquée par une croissance économique relativement modeste. Dans les années 1860 et au début des années 1870, un phénomène de surinvestissement a freiné la croissance de la productivité et de l'économie. Les dettes se sont accumulées dans le secteur privé et, en 1873, les États-Unis ont adopté l'étalon-or, ce qui impliquait de fait un durcissement des conditions monétaires. Deux événements majeurs, la Première et la Deuxième Guerre mondiale, dans les années 1910 et 1940 respectivement, ont en outre entravé la croissance de la productivité.

En troisième lieu, les valorisations sont un facteur qui compte, du point de vue de l'investissement notamment. Le ratio prix/bénéfices ajusté des facteurs cycliques (CAPE) de l'indice S&P 500 a touché des niveaux particulièrement élevés à de nombreuses reprises au cours des précédentes périodes d'innovation technique : à l'aube du XXe siècle, après la longue succession de découvertes technologiques de la fin du XIXe siècle ; à la fin des Années folles, qui ont vu se succéder un flot ahurissant d'avancées technologiques (en particulier la radio) ; pendant les années euphoriques du milieu des années 1960, particulièrement porteuses pour les valeurs technologiques ; à la fin des années 1990 et au début des années 2000, époque marquée par la formation et l'éclatement de la bulle internet et de la bulle technologique (valeurs des secteurs de la technologie, des médias et des télécommunications) ; au milieu des années 2000, période qui a culminé avec l'éclatement de la crise financière mondiale en 2007.

« TOUTE GRANDE TECHNOLOGIE PEUT CERTES ENGENDRER DES GAINS DE PRODUCTIVITÉ, MAIS UN IMPORTANT DÉCALAGE DANS LE TEMPS PEUT ÊTRE OBSERVÉ. »

C LES GRANDES INNOVATIONS N'ONT PAS SYSTÉMATIQUEMENT ENTRAÎNÉ UNE AMÉLIORATION DES PERFORMANCES DES ACTIONS



Source³: Allianz Global Investors, Bloomberg, Wikipedia, Réserve fédérale de St Louis. Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan M. Taylor (2017). Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts. (Histoire de l'environnement macro-financier et faits relatifs au nouveau cycle économique.) NBER Macroeconomics Annual 2016, volume 31, publié sous la direction de Martin Eichenbaum et Jonathan A. Parker. Chicago : Presse de l'université de Chicago. Macrohistory Lab, Université de Bonn ; S.Nairn (2002), Engines that Move Markets (Ces moteurs qui entraînent les marchés).

Légende : données à fin d'années, sauf en 2017 (au 21/09/2017). Toutes les autres données sont arrêtées à septembre 2017. Performances mondiales : moyenne des performances générées en Australie, Belgique, Canada, Suisse, Allemagne, Espagne, Finlande, France, Royaume-Uni, Italie, Japon, Pays-Bas, Portugal, Suède et États-Unis. Principales innovations (année réelle ou estimée de première exploitation commerciale) : moteur à vapeur (1775), chemin de fer (1812), technologies modernes de fabrication d'acier (1855), téléphonie (1876), éclairage électrique (1879), automobile (1886), avion (1903), radio (1920), plastique (début des années 1930), ordinateurs centraux (années 1950), énergie nucléaire (1954), ordinateurs portables (1974), téléphone portable (1991), internet (1991), IA (2010 environ).

▲ Les icônes en forme d'éclair symbolisent une crise financière et autres chocs économiques majeurs : Royaume-Uni, États-Unis 1796/97, États-Unis 1819, Royaume-Uni 1825, États-Unis 1837, Royaume-Uni 1847, États-Unis 1857, États-Unis 1873 et « Longue dépression » 1873-1896, Paris 1882, Norvège 1899, États-Unis 1901, États-Unis 1907, États-Unis 1929 et « Grande dépression », États-Unis 1937/38, Japon 1989, Scandinavie ~ 1990, Asie/ Russie 1997/98, bulle internet mondiale 2000, crise financière mondiale 2007.



Pendant toutes ces périodes, les titres ont donc flirté avec des niveaux élevés de valorisation simplement parce que les investisseurs étaient prêts à surpayer l'opportunité de profiter des perspectives de croissance. Il en a résulté des performances de marché médiocres, souvent (mais pas systématiquement) encore détériorées par les chocs de marché ou les crises financières qui ont éclaté dans la foulée, en 1901, 1929 et 2000 notamment.

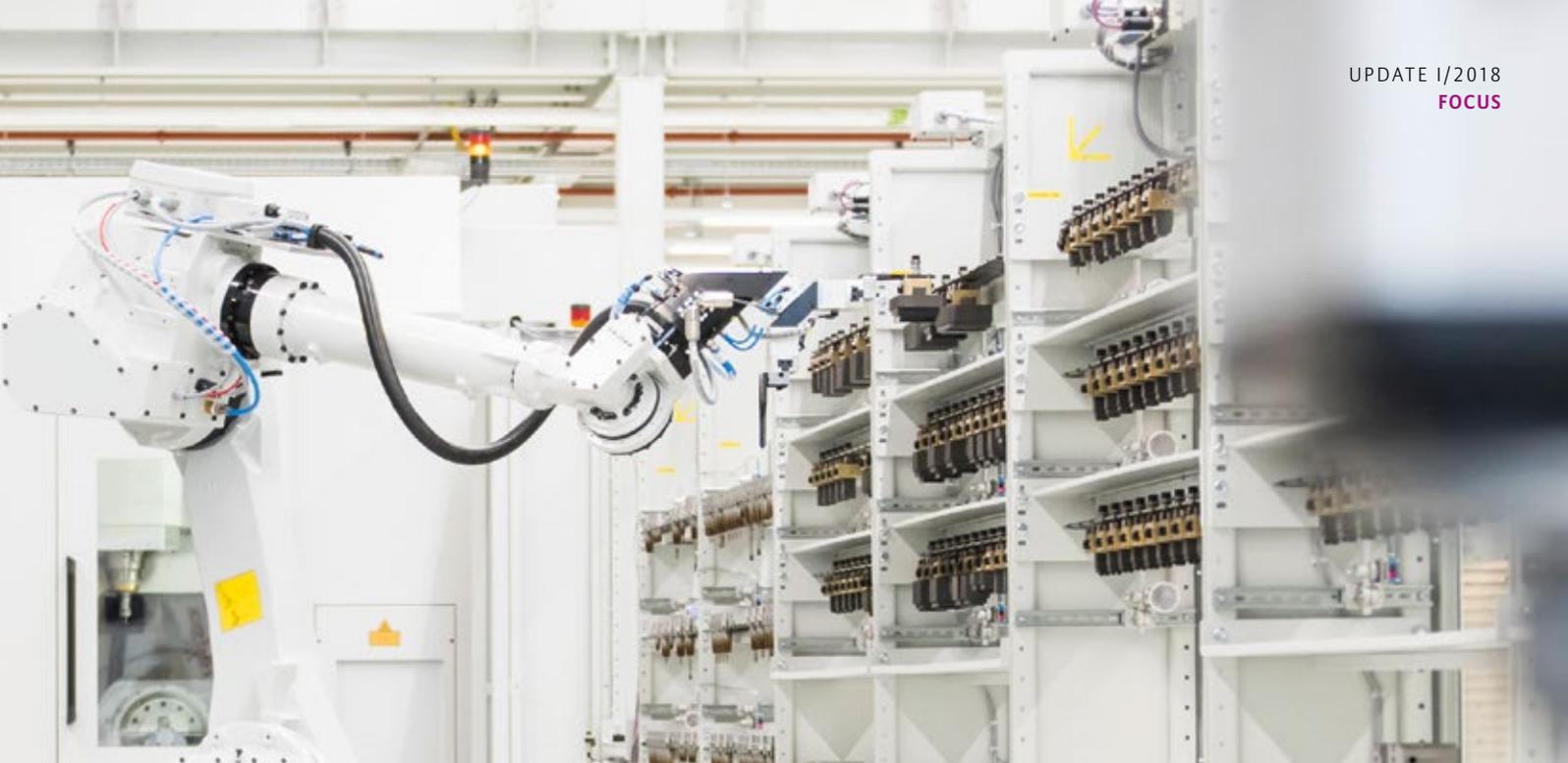
Il faut bien noter qu'aujourd'hui, le ratio prix/bénéfices du S&P 500 évolue à des niveaux record, à presque deux fois sa moyenne de long terme, renouant avec des valeurs observées en 1929, ce qui indique que les performances globales des actions américaines devraient se situer en deçà de leur moyenne de long terme. Le succès des grandes sociétés innovatrices du secteur technologique, et notamment des FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google), explique dans une large mesure l'euphorie récemment observée sur les marchés d'actions. En outre, nos travaux ont mis en évidence plusieurs périodes, dans les années 1940 et 1980 notamment, qui, bien que n'ayant connu aucune percée technologique majeure, se sont distinguées par de solides performances des marchés d'actions, les investisseurs achetant dans la baisse (les adeptes des stratégies « contrarian ») ayant alors pu tirer parti de la faiblesse des valorisations.

Si les avancées technologiques ne constituent pas intrinsèquement une source systématique de performance sur le marché des

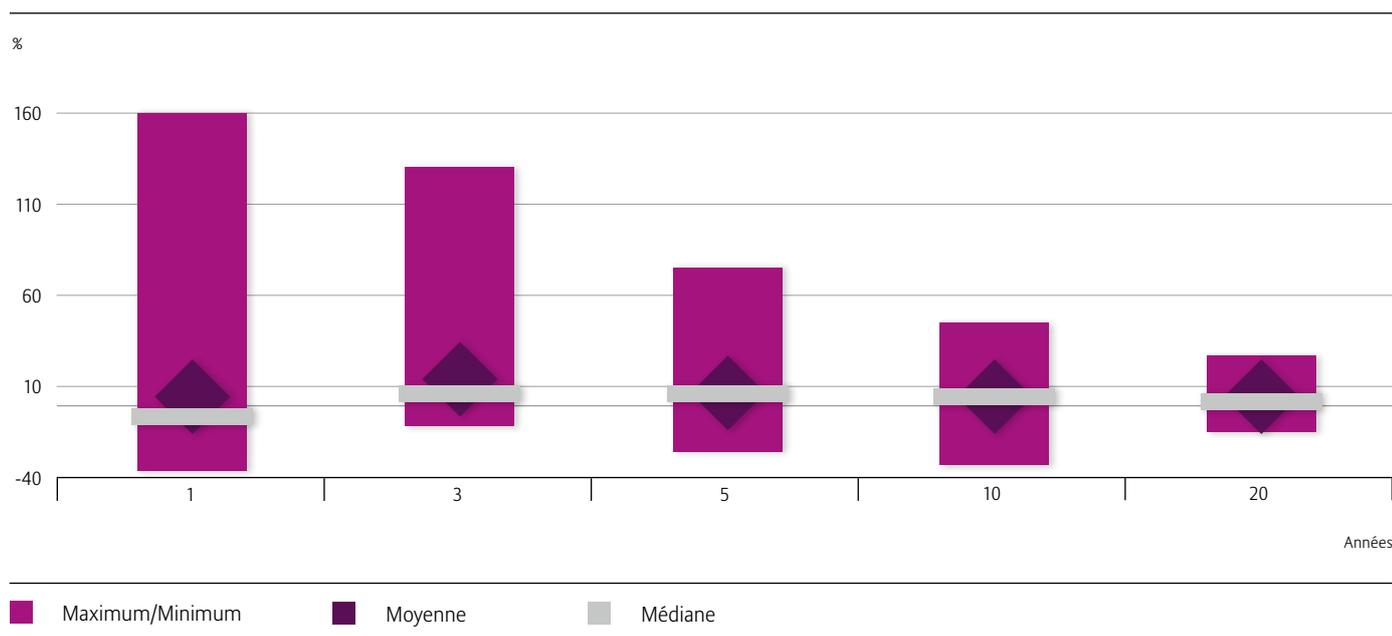
actions, les investisseurs peuvent toutefois mettre à profit l'innovation sur un plan plus global. Nos analyses⁴ (voir **graphique D/**) montrent que les secteurs disruptifs porteurs d'avancées technologiques tendent à surperformer le reste du marché pendant les trois, cinq, dix et même vingt années qui suivent l'émergence de l'innovation. Ces résultats laissent clairement apparaître l'hétérogénéité des parcours d'un secteur, et même d'un sous-secteur, à l'autre : notre étude a de fait mis en évidence une grande diversité de situations. Par exemple : après la conception du premier ordinateur personnel au milieu des années 1970, les titres des éditeurs de logiciels ont de très loin surpassé le marché, contrairement aux fabricants de matériel informatique ; de la même manière, les actions du secteur informatique se sont bien comportées lorsqu'internet et la téléphonie mobile sont entrés sur le marché en 1991, tandis que les valeurs des télécommunications n'ont que très brièvement surperformé, durant les années de la bulle TMT notamment.

En outre, la surperformance que nous avons identifiée au cours de notre étude ne s'est jamais manifestée de manière linéaire. En particulier, dans les premières années qui suivaient l'apparition d'une innovation, les investisseurs ont souvent manifesté des attentes excessives vis-à-vis de la croissance des bénéfices.

Nous pouvons toutefois estimer, si tant est que le passé soit un bon indicateur du futur, que les secteurs et les entreprises dont l'activité



D PERFORMANCES DES ACTIONS AMÉRICAINES DES SECTEURS DISRUPTIFS DANS LES ANNÉES QUI SUIVENT L'ÉMERGENCE D'UNE INNOVATION MAJEURE

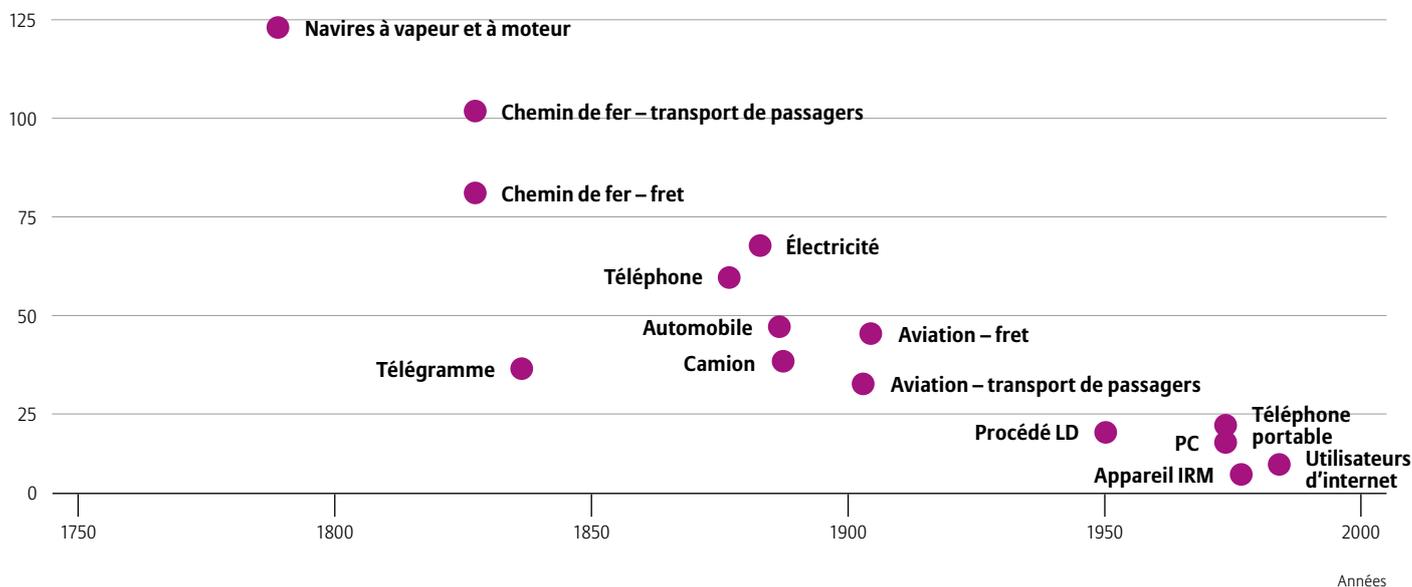


Source : AllianzGI, Fama, Cowles, Datastream. Données au mois de décembre 2017.

Légende : Le graphique présente la médiane, la moyenne, le montant maximal et minimal des rendements excédentaires nominaux produits par les secteurs porteurs d'innovations technologiques majeures par rapport au reste du marché américain des actions, un, trois, cinq, dix et vingt ans après l'émergence d'une avancée technologique de grande ampleur. Nous avons au total analysé 13 innovations technologiques apparues depuis la fin du XIXe siècle. Données au mois de décembre 2017.³

E LES INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES DE POINTE SONT ADOPTÉES RAPIDEMENT

Degré d'adoption d'une technologie



Source : D. Comin et B. Hobijn (2010) : An Exploration of Technology Diffusion (Analyse de la diffusion des technologies), 2010.

Légende : L'axe des ordonnées (y) met en évidence le nombre d'années écoulées avant l'adoption de la nouvelle technologie par 50% de l'ensemble des pays.

est liée à certaines innovations techniques de pointe, dans le domaine de l'intelligence artificielle notamment, gardent en moyenne de bonnes perspectives de surperformance, à condition que les cours restent raisonnables. Nous pensons notamment aux actions liées aux infrastructures d'IA (univers du big data, internet des objets et activité de cloud), aux applications d'IA (applications robotique et de deep learning) ainsi qu'aux entreprises qui intègrent les technologies d'IA (secteurs de la santé, des transports et de l'automobile, pour n'en nommer que quelques-uns). Certes, les valeurs technologiques américaines se négocient actuellement à un PER moyen de 30 environ et, sur cette base, elles peuvent déjà ne plus sembler bon marché, mais elles ne sont pas non plus excessivement onéreuses comparées à la moyenne historique de leur cours.

Nous voulons également souligner un autre phénomène essentiel pour les marchés : la vitesse à laquelle les mutations actuelles prennent forme. Ce facteur est critique pour les investisseurs. Comme l'indique le **graphique E/**, le cycle des innovations raccourcit : alors qu'une centaine d'années ont été nécessaires pour que le chemin de fer équipe la moitié des pays dans le monde, il a suffi de dix années pour que le même nombre de nations adopte internet. Compte tenu de la rapidité de la propagation de ces mutations, les investisseurs disposent de moins en moins de temps pour évaluer les répercussions de

ces innovations et pour identifier les secteurs gagnants et les entreprises particulièrement intéressantes dans ces secteurs. Les facteurs de disruption, version moderne du concept de « destruction créatrice » popularisé par Joseph Schumpeter, semblent de plus en plus puissants. Ces évolutions renforcent clairement l'argumentaire en faveur de la gestion active.

Seul le temps pourra nous dire si les innovations technologiques contribueront à accroître structurellement la productivité de l'économie mondiale. Le progrès représente quoi qu'il en soit un enjeu essentiel pour les investisseurs à qui nous recommandons d'identifier de manière active les gagnants de demain, de ne pas surévaluer le potentiel de croissance des entreprises et, surtout, de se montrer patients.



Stefan Hofrichter, Responsable de l'analyse économique et stratégique, Allianz Global Investors

Innovation et productivité :

Les **réponses** en un coup d'œil

COMMENT DÉFINIR LA QUATRIÈME
REVOLUTION INDUSTRIELLE ?



La principale caractéristique tient à la convergence des technologies. En effet, les frontières entre les sphères du numérique, de la physique et de la biologie deviennent de plus en plus poreuses. Cette mutation est si profonde qu'elle laisse entrevoir un potentiel jusqu'à présent inégalé – mais s'accompagne de dangers tout aussi importants.

LES DONNÉES OFFICIELLES METTENT EN
ÉVIDENCE UN RECUIL DE LA CROISSANCE DE
LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DEPUIS LES
ANNÉES 70 – AVEC UNE BRÈVE INTERRUPTION
DU PHÉNOMÈNE AU TOURNANT DU 21^E SIÈCLE.
COMMENT EXPLIQUER CETTE ÉVOLUTION ?



Innovation et productivité ne vont pas toujours de pair. Les optimistes estiment que les innovations technologiques finissent tôt ou tard par se traduire par une hausse des taux de productivité, dès lors qu'elles sont déployées à grande échelle. Une vision plus pessimiste souligne l'absence de nouvelle technologie de fond en support des perspectives d'évolution significative de la productivité à long terme.

QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES DE
LA QUATRIÈME REVOLUTION INDUSTRIELLE
SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ?



L'actuelle révolution technologique pourrait exacerber les tendances qui se dessinent depuis les années 1980 : l'automatisation des emplois routiniers d'une part, et la demande accrue d'emplois fortement qualifiés d'autre part. Cette évolution accroît le risque d'une augmentation des inégalités de revenus : un terrain idéal pour les partis populistes, et donc une menace pour l'économie et les marchés.

QUEL EST L'IMPACT DU DÉBAT RELATIF À
L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ SUR LES
MARCHÉS FINANCIERS ?



Si les progrès technologiques devaient engendrer une croissance plus soutenue de la productivité, les actions devraient théoriquement en tirer profit. Pourtant, cette théorie ne se confirme pas toujours dans la pratique : a) parce que l'apparition d'innovations technologiques ne coïncide pas systématiquement avec une hausse de la productivité et b) parce que d'autres facteurs peuvent fortement contrebalancer les effets positifs des nouvelles technologies sur la productivité, en particulier la valorisation des actions.

QUELLE APPROCHE POUR LES INVESTISSEURS ?



Il convient pour les investisseurs de rechercher des segments de marché « disruptifs », porteurs d'avancées technologiques révolutionnaires, tout en restant attentifs aux niveaux de valorisation. Face à l'accélération du rythme des innovations, les investisseurs ont cependant de moins en moins de temps pour identifier les secteurs potentiellement gagnants. Une approche de gestion active revêt, dans ce contexte, une importance essentielle.

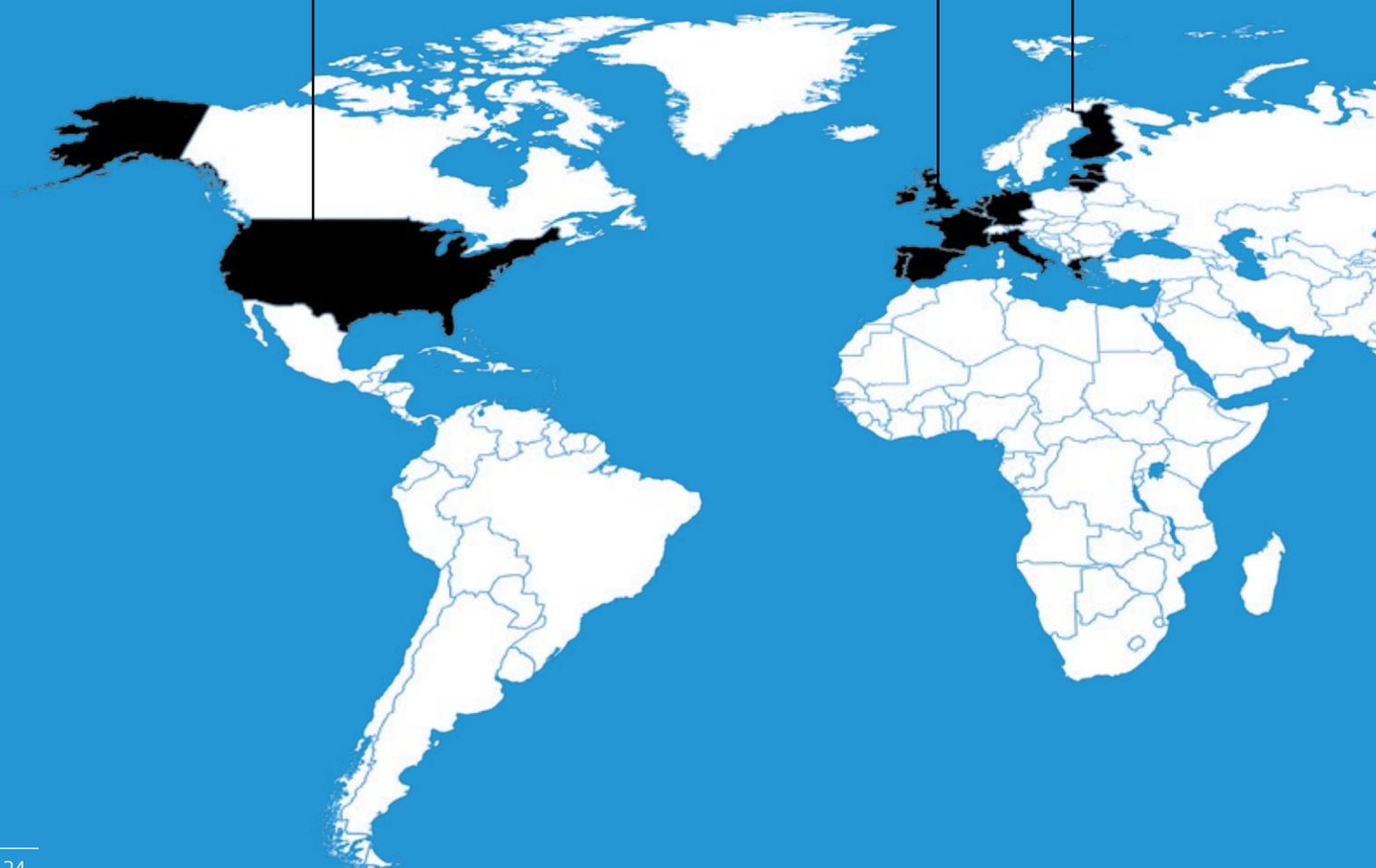
Revue 2018 des marchés financiers

Notre revue des marchés présente une vision d'ensemble synthétique de l'évolution actuelle des principaux facteurs macroéconomiques. Elle expose en outre notre vision du comportement des marchés financiers d'ici le début de l'année 2018.

ÉTATS-UNIS	2018
S&P 500	2.650
10ans Treas.	3,35%
Fed Funds	2,00–2,25%

ROYAUME-UNI	2018
FTSE	8.000
10 ans Gilt	2,00%
USD/GBP	1,35

ZONE EURO	2018
EURO STOXX 50	3.900
DAX	14.250
10 ans Bund	1,25%
EUR/USD	1,20



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DE RÉFÉRENCE

1/ TENDANCE ÉCONOMIQUE

Des indicateurs cycliques laissent présager d'une croissance mondiale robuste supérieure à son potentiel au cours des prochains mois. La poursuite du resserrement du marché du travail se traduira par une nouvelle réduction de l'écart de production au niveau mondial.

2/ ÉVOLUTION DES PRIX

Nous anticipons une remontée de l'inflation sous-jacente et générale au cours des prochains mois. Nous observons d'ores et déjà des signes de pressions sur les prix du côté de la production.

3/ POLITIQUE MONÉTAIRE

Globalement accommodante, mais plusieurs signes laissent entrevoir une fin prochaine du rôle dominant de la politique monétaire et un pic de liquidité des banques centrales. Poursuite du phénomène de divergence des politiques monétaires. Risque de resserrement supérieur aux attentes de la politique de la Réserve fédérale.

4/ POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Des pressions grandissantes poussent vers une prise de relais de la politique monétaire par des programmes budgétaires mais, à l'exception de certains pays tels que les États-Unis et le Japon, la marge de manœuvre et la volonté politique restent limitées dans ce domaine au niveau mondial.

Source : AllianzGI Economics and Strategy. Au mois mars 2018.

Les anticipations et hypothèses éventuellement incluses dans le présent document sont par nature incertaines et peuvent comprendre des risques connus ou inconnus. Les résultats et performances réelles peuvent, par conséquent, s'écarter sensiblement des anticipations et hypothèses ci-incluses. Nous ne sommes pas tenus d'actualiser une quelconque information contenue aux présentes.

CHINE	2018
HSCEI	11.000
PBOC	4,35 %
CNY/USD	6,50

JAPON	2018
Nikkei 225	23.500
10 ans JGB	0,10 %
CNY/USD	110



Les stratégies
adaptées en
période de
baisse des
primes de risque

Les stratégies adaptées en période de baisse des primes de risque

AUTEURS: ARNE TÖLSNER ET DR. WOLFGANG MADER

La faiblesse prolongée des taux d'intérêt contraint les investisseurs institutionnels à rechercher de nouvelles stratégies pour atteindre leurs objectifs de performance. L'une des possibilités qui s'offre à eux consiste à élargir les allocations traditionnelles au profit d'investissements alternatifs, afin de bénéficier d'une performance ajustée du risque supérieure, d'une meilleure diversification et d'une moindre sensibilité au marché. Toutefois, le déploiement de telles stratégies s'accompagne de défis spécifiques.

1

ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS

Cette année, les investisseurs institutionnels resteront confrontés à des difficultés persistantes dans la réalisation de leurs objectifs de performance. Dans un environnement de taux d'intérêt très faibles qui se prolonge depuis plus de 8 ans, la raréfaction des primes de risque a encouragé bon nombre d'innovations dans le secteur. Or, celles-ci commencent à atteindre leurs limites. Les investisseurs ne manquent pas d'idées ou de créativité, mais beaucoup d'entre eux sont souvent contraints par des règles d'investissement qui ne répondent plus à leurs besoins, les incitant à envisager une réorientation de leur stratégie, notamment au profit d'investissements alternatifs.

Le besoin de sources alternatives de performance est clairement orienté à la hausse et est soutenu par les facteurs suivants⁵:

1/ La répression financière, qui ne fléchit pas en intensité, a même franchi un nouveau cap ces dernières années. Les rendements des emprunts d'État les mieux notés restent en territoire négatif et n'assurent plus leur fonction traditionnelle de source de revenus. La normalisation attendue de la politique monétaire au cours des prochaines années n'est toujours pas pleinement intégrée par les marchés et laisse présager de nouveaux risques baissiers. En outre, les emprunts d'État n'afficheront probablement plus pour longtemps encore une corrélation négative aussi étroite avec les actifs risqués.

2/ Le rallye des marchés d'actions restera soutenu par la politique monétaire durablement accommodante et la croissance robuste de l'économie mondiale. Cependant, le véritable potentiel d'appréciation supplémentaire des actions reste incertain.

3/ La remontée de la volatilité. Des valorisations élevées, la perspective d'une normalisation des politiques monétaires des principales banques centrales et l'envolée des risques géopolitiques sont autant de facteurs susceptibles de déclencher à nouveau une correction des actifs risqués.

Dans un tel contexte, il peut être pertinent de privilégier des stratégies d'investissement alternatives affichant un couple rendement/risque prudent en remplacement d'une exposition aux obligations, de compléter une allocation actions par des stratégies de type market neutral intégrant une faible exposition effective (bêta), de gérer la volatilité ou encore de recourir à des stratégies de couverture. Ainsi, il est possible de dégager des performances ajustées du risque supérieures, d'accroître la diversification et de réduire potentiellement la sensibilité au marché en élargissant l'allocation traditionnelle d'un portefeuille pour y inclure des investissements alternatifs.⁶

Or, cela est souvent plus facile à dire qu'à faire. Le présent article passe en revue les différentes utilisations des stratégies alternatives liquides.

« DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX D'INTÉRÊT TRÈS FAIBLES QUI SE PROLONGE DEPUIS PLUS DE 8 ANS, LA RARÉFACTION DES PRIMES DE RISQUE A ENCOURAGÉ BON NOMBRE D'INNOVATIONS DANS LE SECTEUR. »



STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT ALTERNATIVES LIQUIDES



Dans un environnement où les investisseurs ont désormais l'embaras du choix, il est conseillé d'investir dans un portefeuille diversifié composé de plusieurs stratégies alternatives. Dans la pratique, un tel portefeuille diversifié devrait répondre à deux objectifs : a) réaliser des performances positives sur un cycle de marché complet pour un faible niveau de risque associé, et b) apporter une réelle contribution en termes de performance et de diversification au portefeuille global.

En fonction du budget de risque, sur la base de nos estimations, la fourchette réaliste de performance que l'on peut attendre de ces investissements se situe entre 1,5% et 3,5% au-dessus de l'EONIA. Dans un portefeuille institutionnel type investi en actions et en obligations, le fait de remplacer 10% de l'allocation en obligations par un panier d'investissements alternatifs liquides peut permettre à moyen terme de générer 0,1 à 0,3 points de pourcentage supplémentaires (en fonction de la construction du portefeuille de performance absolue).⁵



PROCESSUS D'INVESTISSEMENT SYSTÉMATIQUE



Dans ce contexte, une philosophie d'investissement s'appuyant sur les éléments suivants a fait ses preuves :

- La collecte de différentes primes de risque alternatives
- Un focus sur la gestion des risques et la limitation des pertes
- Une approche globalement neutre en termes d'exposition aux risques actions et de taux

Le recours à une approche systématique est recommandé dans la mise en œuvre de cette philosophie d'investissement⁶ :

1/ DÉFINITION DE LA STRATÉGIE :

En fonction de leurs éventuelles contraintes d'investissement, les investisseurs doivent déterminer des attentes réalistes en termes de couple rendement/risque recherché, pour définir la gamme de stratégies éligibles.

2/ SÉLECTION DES GÉRANTS :

Les investisseurs devraient privilégier les gérants à même de capturer de manière appropriée et avec régularité les primes de risque alternatives correspondantes. Ces gérants doivent se distinguer sur la base de la gamme de stratégies retenue.

L'analyse qualitative revêt une importance de premier plan dans la sélection de stratégies alternatives.

3/ CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE :

En complément de l'objectif principal de génération de performances couplée à une réduction du niveau de risque global, il est important d'éviter le risque de corrélation dans la construction d'un portefeuille de performance absolue. À cet effet, des instruments quantitatifs doivent être utilisés, notamment la modélisation prospective, l'optimisation et la décomposition des risques. En outre, des filtres qualitatifs doivent être appliqués en tant que contrainte complémentaire au processus d'optimisation et à l'analyse de scénarios.

4/ SUIVI :

Un suivi quantitatif et qualitatif constant des investissements est essentiel pour permettre une comparaison des performances sur la base du couple rendement/risque anticipé pour chaque stratégie, pour évaluer les éventuelles fluctuations de performance et pour modifier au moment opportun la composition du portefeuille.

A VENTILATION DES DIFFÉRENTES STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES (DE PERFORMANCE ABSOLUE)

STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES (DE PERFORMANCE ABSOLUE)

Valeur relative	Event driven	Opportunistes / Directionnelles	
		Long /short actions	Stratégies macro
<ul style="list-style-type: none"> • Stratégies d'arbitrage obligataire Arbitrage crédit Long/short crédit Arbitrage de courbe de taux Arbitrage de swap spreads Arbitrage d'obligations convertibles • Stratégies d'arbitrage de volatilité • Stratégies market neutral actions 	<ul style="list-style-type: none"> • Merger arbitrage • Situations spéciales • Multi-stratégies event-driven 	<ul style="list-style-type: none"> • Long/short actions – secteur • Long/short actions – région • Long/short actions – fondamental • Long/short actions – quantitatif 	<ul style="list-style-type: none"> • Global macro • CTA (managed futures)

Source: AllianzGI Global Solutions.



PRIMES DE RISQUE ET PROFILS DE PERFORMANCE

Afin d'exploiter l'ensemble de la gamme des stratégies alternatives, les investisseurs doivent connaître les différentes catégories de primes de risque spécifiques ainsi que les profils de performance associés.

Les stratégies dites event-driven et de valeur relative ciblent souvent l'identification des primes de risque alternatives (par exemple, volatilité et merger arbitrage). L'exposition à l'orientation des marchés (que ce soit actions ou obligations) ne constitue pas un moteur clé de performance de ces stratégies. Cependant, les stratégies macro sont volontairement et activement exposées aux tendances de marché. Ces stratégies cherchent

à exploiter les tendances à long terme et à court terme ainsi que les développements macroéconomiques. En revanche, les stratégies long/short actions reposent essentiellement sur la sélection de titres avec des positions adaptées sur les marchés d'actions, mais peuvent également prendre des paris directionnels.

Une étude interne a montré que dans le cadre d'un portefeuille, l'intégration de segments market neutral actions, merger arbitrage et long/short crédit contribue clairement à réduire l'exposition globale au risque. Les solutions global macro et managed futures contribuent quant à elles à la génération de performance.⁵

CONCLUSION

Au travers d'un portefeuille diversifié de stratégies alternatives liquides, les investisseurs peuvent bénéficier d'un couple rendement/risque attrayant dans le cadre d'une exposition au risque limitée. Par ce biais, les investisseurs peuvent dégager une contribution concrète en termes de diversification et de performance au niveau du portefeuille global.

Compte tenu de la grande variété de stratégies disponibles, il est essentiel de maîtriser en profondeur les primes de risque alternatives et de s'appuyer sur une construction de portefeuille pertinente pour espérer atteindre les résultats recherchés. À cet égard, il convient de s'appuyer sur un processus d'investissement résolument axé sur les stratégies d'investissement liquides, tant dans la définition de la stratégie, la sélection de gérants, la construction de portefeuille que le suivi des investissements.

B PROCESSUS DE MISE EN ŒUVRE D'UN PORTEFEUILLE DE STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES



Source : AllianzGI Global Solutions.



Dr. Wolfgang Mader, Head of Investment & Risk Strategy, risklab



Arne Tölsner, Head of Institutional DACH, Allianz Global Investors

La dette
d'infrastructure à
l'épreuve des critères
ESG : l'importance
de définir des priorités
stratégiques



La dette d'infrastructure à l'épreuve des critères ESG: l'importance de **définir des priorités** stratégiques

AUTEUR: **ADRIAN JONES**

D'un point de vue ESG, la dette d'infrastructure se distingue souvent par un profil de risque peu élevé et des effets positifs sur les facteurs ESG. En revanche, pour les investisseurs institutionnels, il peut s'avérer pertinent d'investir dans des projets d'infrastructure assortis d'un niveau de risque ESG plus élevé.

1

INFRASTRUCTURE DEBT

À la lumière des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance), la dette d'infrastructure présente généralement un profil de risque plutôt bas et a même la plupart du temps un impact positif sur ces facteurs. Dans la mesure où la classe d'actifs est hautement structurée (des engagements de l'émetteur permettant aux investisseurs d'exercer un certain contrôle sur leurs investissements tout au long de leur vie), lui appliquer des considérations ESG semble parfaitement pertinent. Ce niveau élevé de structuration facilite l'intervention, si nécessaire, des investisseurs, notamment lorsqu'ils décident d'investir dans des secteurs où

les risques ESG sont potentiellement plus élevés.

Par ailleurs, alors que le caractère « durable et soutenable » des investissements devient de plus en plus important pour les investisseurs, il convient de s'assurer que ces derniers ne se bornent pas à cocher des cases sur une liste préétablie. Au contraire, une stratégie claire et efficace dans ce domaine s'impose ; elle consiste à se focaliser sur la définition de critères ESG et leur suivi dans les secteurs et sur les projets où le risque est le plus important mais en même temps pour lesquels la perspective d'avoir un impact positif est la plus élevée.

2

L'IMPORTANCE D'AVOIR UNE APPROCHE STRATÉGIQUE EN MATIÈRE D'ESG

À défaut d'un cadre efficace d'évaluation du risque, les analystes parviendront au mieux à produire une abondance de données et d'évaluations, centrées principalement sur des risques ESG faibles et sans grande pertinence pour la décision d'investissement. La préparation de ces informations génère un coût inutile pour les gérants, qui se répercute in fine sur les investisseurs.

Les gérants et les investisseurs qui n'adoptent pas une approche ciblée des problématiques ESG sur les domaines où les perspectives d'avoir un impact positif sont importants passeront à côté de l'opportunité d'avoir un impact dans des secteurs où leur apport serait vraiment nécessaire et utile. Dans les cas extrêmes, une telle situation pourrait même se muer en une forme de « protectionnisme ESG », en vertu duquel les marchés émergents ou d'autres secteurs sensibles, tels que la production d'électricité, seraient purement et simplement exclus en raison des risques ESG plus élevés qui leur sont associés. Une

telle approche se traduirait par une hausse du risque d'investissement, en raison du moindre degré de diversification qui en résulterait. En outre, cette approche occulte le fait que l'inaction est souvent la pire des options du point de vue ESG.

Les questions environnementales doivent être posées et analysées en les plaçant dans leur contexte et non sous un angle absolu. Par exemple, la pollution atmosphérique dans les grandes villes à forte densité constitue une source de préoccupation en Occident (en raison notamment du nombre élevé de véhicules diesel et essence). Or, c'est davantage dans les pays émergents que l'espérance de vie est la plus directement affectée par la pollution de l'air. Dans ces pays, la combustion d'énergies fossiles dans les foyers à des fins de chauffage présente un risque bien plus important en matière de santé. Dès lors, investir dans le développement de centrales électriques modernes devrait avoir un impact positif, qu'il implique le recours à des énergies renouvelables ou thermiques.

3

DES AVANTAGES ÉVIDENTS

La mise en œuvre d'une approche ESG se traduit généralement par des notations plus élevées qui ont un effet positif sur la valorisation des instruments de dette qui servent au financement des projets d'infrastructure.

En outre, en matière d'ESG, la dette d'infrastructure présente de nombreuses autres caractéristiques qui lui sont propres et que l'on ne retrouve pas dans les émissions obligataires traditionnelles :

1/ La documentation financière de l'instrument de dette énonce clairement l'objet du financement et encadre l'utilisation des fonds (par exemple, la construction d'une nouvelle route ou d'une ferme éolienne).

2/ Les émetteurs dans le secteur des infrastructures sont généralement assujettis à des contraintes de gouvernance plus élevées que pour les émetteurs dans d'autres secteurs, de par la réglementation ou via des clauses contractuelles.

3/ Les engagements de l'émetteur dans la documentation financière vont généralement bien au-delà de considérations exclusivement financières (par exemple, des limites de levier ou des ratios de couverture) et portent également sur la conduite des affaires de l'émetteur.

« LA MISE EN OEUVRE D'UNE APPROCHE ESG SE TRADUIT GÉNÉRALEMENT PAR DES NOTATIONS PLUS ÉLEVÉES QUI ONT UN EFFET POSITIF SUR LA VALORISATION DES INSTRUMENTS DE DETTE QUI SERVENT AU FINANCEMENT DES PROJETS D'INFRASTRUCTURE. »





RISQUE ESG FAIBLE

La construction de bâtiments universitaires dans le cadre d'un contrat de partenariat dans un pays stable et démocratique, tel que la France, est un bon exemple d'un projet associé à un risque ESG faible.

L'Union européenne dispose d'un cadre législatif et réglementaire particulièrement développé, intégrant des normes rigoureuses notamment en matière environnementale, sociale, de lutte contre les discriminations, de dispositifs anti-blanchiment, et dans le domaine de la santé et de la sécurité au travail. Ces considérations sont plus particulièrement importantes en phase de construction, mais s'appliquent également en phase opérationnelle.

L'application de ces règles défensives et protectrices permet de limiter le risque ESG. De plus, on peut penser qu'un projet d'extension et de modernisation d'une université a un impact positif, dans la mesure où il permet d'améliorer la formation des étudiants et de faciliter la recherche et le développement scientifiques. En outre, les universités jouent un rôle essentiel dans de nombreuses villes, où elles sont de véritables catalyseurs scientifiques, artistiques et culturels.

RISQUE ESG MODÉRÉ

La construction d'une nouvelle route dans un pays à revenu intermédiaire, par exemple en Europe de l'Est, constitue un exemple de projet associé à un risque modéré. La nouvelle route pourrait théoriquement avoir un impact négatif sur l'environnement local, en raison de la hausse du trafic, qui en résulterait. Cependant, le développement d'une nouvelle route, telle qu'une rocade de

contournement, permet également de réduire le trafic et les embouteillages en centre-ville et, par conséquent, d'améliorer la qualité de vie des habitants.

Pour les projets associés à un risque modéré, une analyse des risques ESG et des moyens d'y remédier est effectué en phase d'étude du financement, avant la prise de décision d'investissement.

RISQUE ESG ÉLEVÉ

Un projet à risque élevé porterait par exemple sur la construction d'une centrale thermique dans un pays émergent. De manière générale, nos investissements en dette d'infrastructure dans les marchés émergents sont effectués en étroite collaboration avec les organismes de financement multilatéraux. AllianzGI a ainsi lancé l'un des premiers fonds de dette d'infrastructure en partenariat avec l'IFC (International Finance Corporation), une entité de la Banque Mondiale. Le fonds permet aux investisseurs d'AllianzGI d'investir dans des prêts originés et gérés par l'IFC.

Lorsque nous investissons aux côtés d'organisations financières multilatérales, nous réalisons en premier lieu une revue détaillée (due diligence) de leurs principes et procédures ESG, au lieu de répéter l'exercice sur chaque investissement individuel. Si un financement ne respecte pas des critères préétablis, nous nous réservons la possibilité de refuser de participer (droit de veto).

AllianzGI s'appuie sur une approche globale du risque ESG en analysant au préalable le profil de risque ESG de l'émetteur, pour ensuite classer l'investissement dans l'une des trois catégories suivantes : risque faible, modéré ou élevé.

L'IMPORTANCE DES POLITIQUES PUBLIQUES

Pour les projets de financement à faible risque ESG, la conformité aux lois locales, aux réglementations et aux conditions contractuelles offre une forme d'assurance indirecte et exhaustive du respect de facteurs ESG. Cela peut être efficacement contrôlé en insérant des engagements protecteurs communément pratiqués dans les contrats de financement. En effet, en cas de violation de l'un de ces engagements, les investisseurs peuvent appliquer les sanctions généralement associées à ces engagements, telles que la suspension des distributions de dividendes et, dans les cas les plus graves, l'accélération de la dette et l'exercice des sûretés. Dès lors, une revue ESG spécifique n'est généralement requise que pour les investissements présentant des risques plus élevés.

Quand les projets sont situés dans un pays démocratique et stable, qui a pris des engagements en matière environnementale, il est permis de douter qu'un prêteur soit mieux placé que l'Etat pour fixer des objectifs ESG et indiquer comment les atteindre. En conséquence, les investisseurs ont tout intérêt à se concentrer sur l'analyse de la solidité et de la pertinence du projet à financer, dans le cadre des contraintes réglementaires et des règles locales applicables à ce projet.

CONCLUSION

Les investisseurs qui accordent de l'importance aux considérations ESG peuvent diversifier leurs portefeuilles obligataires sereinement en souscrivant de la dette d'infrastructure, car les fondamentaux du secteur facilitent la mise en œuvre d'un investissement responsable. De plus, l'insertion d'engagements rigoureux dans la documentation financière permet aux gérants actifs de contrôler le respect des meilleures pratiques en matière ESG, dans le cadre des lois et réglementations, notamment dans les démocraties où les citoyens sont les plus exigeants et impliqués dans ces domaines.⁷



Adrian Jones, Director, Infrastructure Debt, Allianz Global Investors



Allianz Capital Partners et Allianz Global Investors unissent leurs forces sur le segment de la gestion alternative

Allianz Capital Partners (ACP), jusqu'alors dédié exclusivement au service du groupe Allianz, l'un des premiers investisseurs institutionnels au monde, met à présent son expertise éprouvée en Capital Investissement à la disposition d'une clientèle externe

Allianz Capital Partners et Allianz Global Investors ont décidé d'unir leurs forces en vue de développer leur gamme d'expertises en gestion alternative. Dans ce contexte, ACP, la division spécialisée dans l'investissement alternatif du groupe Allianz, deviendra une filiale dédiée d'AllianzGI.

À ce jour, AllianzGI gère 36 milliards EUR d'actifs investis dans des solutions d'investissement alternatives liquides et illiquides pour le compte d'investisseurs institutionnels et privés. La fusion avec ACP permettra de porter ces actifs sous gestion sur près de 60 milliards EUR.

Jusqu'à présent, ACP avait œuvré exclusivement pour le compte des entités et clients du groupe Allianz. Ce nouveau partenariat vise à développer l'offre de solutions d'investissement proposée aux clients externes, en capitalisant sur l'expérience éprouvée et les processus d'investissement établis d'ACP. Naturellement, ACP continuera de servir son principal client historique, le groupe Allianz.

DES EXPERTISES COMPLÉMENTAIRES

Ce rapprochement repose sur la grande complémentarité qui caractérise Allianz Global Investors et Allianz Capital Partners. Les deux entités font d'ores et déjà partie du groupe Allianz. Elles partagent à ce titre une culture d'entreprise et des valeurs communes, aussi bien à l'égard de leurs clients que de leurs collaborateurs. Elles ont également pour objectif commun de

générer des performances de premier plan et cherchent avant tout à répondre aux besoins évolutifs de leurs clients.

De nombreux membres des équipes d'AllianzGI et ACP travaillent déjà en étroite collaboration, et ont développé au fil du temps des relations de travail robustes qui pourront être renforcées davantage suite à la fusion. En outre, AllianzGI a acquis ces dernières années une expérience éprouvée en matière d'intégration réussie de nouvelles équipes et capacités d'investissement, notamment dans le cadre du développement de sa plateforme de gestion alternative. Les compétences et le savoir-faire d'ACP viendront, à leur tour, compléter et étoffer l'expertise déjà robuste d'AllianzGI dans le domaine de l'investissement alternatif, et plus spécifiquement dans la gestion de fonds de private equity ainsi que de capital d'infrastructures. Par exemple, dans le domaine des énergies renouvelables, AllianzGI et ACP déploient déjà leurs propres stratégies d'investissement décorréées. De nouvelles stratégies d'investissement seront développées dans l'objectif d'offrir à nos clients un potentiel de performance régulière et attrayante sur le long terme.

Ce partenariat est effectif depuis le 1er janvier 2018, mais les premières solutions d'investissement communes ne seront pas proposées avant début 2019. Dans l'intervalle, plusieurs aspects réglementaires et d'organisation seront clarifiés.

« Notre gamme de solutions **exhaustive** et notre approche de la gestion du risque **répondent parfaitement** à l'hétérogénéité des besoins des **Single Family Offices.** »



Interview

Gerhard Single, Responsable Family Offices, Allianz Global Investors, discute avec **Kerstin Keller**, Responsable marketing institutionnel et rédacteur en chef d'Update magazine, Allianz Global Investors



Peu de concepts suscitent à l'heure actuelle autant d'attention médiatique que celui de Family Office. Cela vous surprend-il ?

Gerhard Single: C'est assez étonnant en effet – d'autant plus que ce concept est loin d'être aussi clair que l'on pourrait le penser. En effet, il n'en existe pas de définition très claire. La distinction la plus facile à appréhender est peut-être celle qui sépare le Single Family Office (« mono-familial ») du Multi Family Office (« pluri-familial »), malgré certaines similarités dans la conception et le mode de fonctionnement.

Dans la plupart des cas, le modèle de Single Family Office est choisi par des familles disposant d'actifs de type institutionnel d'au moins 200 à 300 millions d'euros. Le but est de prendre en charge, pour le compte des différents membres de la famille, la gestion des affaires financières aux côtés d'autres aspects de la vie courante, le cas échéant. Mais l'accent est très clairement mis sur la

protection de la valeur réelle et sur l'accroissement du patrimoine familial. Historiquement, le premier Single Family Office a été fondé aux États-Unis par la famille Morgan, en 1838, et le plus connu est sans doute celui de la famille Rockefeller, constitué en 1882.

En revanche, un Multi Family Office offre pour sa part différents services à plusieurs investisseurs fortunés. Selon le mandat confié, la palette peut aller du simple reporting, contrôle et suivi des actifs à des prestations de gestion d'actifs au sens classique du terme. Dans cet univers, on peut également rencontrer des banques qui, soit sous leur propre nom, soit sous un label distinct, proposent des services de Multi Family Office à leurs clients les plus haut de gamme.



Quelles sont les raisons de cette popularité constante des Family Offices ?

Gerhard Single: Là encore, la situation est diverse et complexe à appréhender parfois. En ce qui concerne les Single Family Offices, le phénomène est incontestablement lié au fait que de plus en plus de chefs d'entreprises de taille moyenne se séparent de leur entreprise. Cela découle principalement de problématiques de succession, mais également de prix attractifs actuellement proposés pour les entreprises, en raison du dynamisme des opérations de fusion-acquisition. Une fois la vente conclue, les chefs d'entreprise prennent de plus en plus conscience que la création d'un Single Family Office constitue pour eux le meilleur moyen de gérer leurs actifs et d'assurer la cohésion familiale.

À cela s'ajoute une seconde raison : la crise financière de 2008-2009 a démontré qu'il peut être judicieux de ne pas concentrer l'ensemble de

ses actifs, investissements et avoirs exclusivement dans sa propre entreprise. En effet, il peut s'avérer pertinent « d'essaimer » via un Single Family Office, pour construire de la richesse en parallèle de son entreprise, si florissante soit-elle.

S'agissant des Multi Family Offices, la situation est un peu différente. Leur popularité et le nombre élevé de nouvelles créations tiennent au fait que de nombreuses banques se séparent d'une partie de leurs salariés, ou que ces derniers choisissent volontairement de devenir indépendant, et qu'ils créent, avec une petite sélection de clients dont ils s'occupaient jusqu'alors, un Multi Family Office. En outre, la méfiance qui se développe à l'égard des banques, alimentée par une presse assez négative dans l'ensemble, conduit aussi à l'apparition d'un nombre toujours plus important de Multi Family Office.



Quelles sont les spécificités dans la philosophie d'investissement d'un Single Family Office ?

Gerhard Single: Il n'existe aucune philosophie d'investissement homogène, bien au contraire : je ne connais pas de catégorie d'investisseurs professionnels qui soit plus hétérogène que les Single Family Office, à la fois en termes d'organisation opérationnelle et de stratégies d'investissement. Cela n'a d'ailleurs rien d'étonnant, si l'on garde à l'esprit que, dans certains Single Family Office, l'entreprise familiale a déjà été vendue, alors que dans d'autres elle joue encore un rôle prépondérant et représente l'essentiel de la richesse familiale. Dans les entreprises de taille moyenne, le directeur financier est d'ailleurs souvent responsable non seulement des finances de l'entreprise, mais aussi des actifs de la famille. Nous parlons dans ce cas d'un Family Office intégré, certes envisagé comme une entité séparée, mais qui reste néanmoins complètement inséré dans

l'entreprise. Pour autant, même parmi les Single Family Offices qui présentent des origines et des contextes très comparables, il existe une infinie diversité de profils.

De plus, du fait de la dimension institutionnelle de leurs avoirs, on peut souligner que la plupart des Single Family Offices gèrent leurs investissements de façon professionnelle. Or, contrairement à d'autres investisseurs institutionnels, dans la mesure où ils se limitent à la gestion de leurs propres actifs, ils ne sont soumis à aucune restriction de placement en matière de participations et d'investissements alternatifs. Il n'est pas rare que, dans ses choix d'allocation, un Single Family Office préfère aux obligations des stratégies de hedge funds prudentes ou d'investissement immobilier, pour un niveau de rendement/risque comparable.



En quoi Allianz Global Investors est-il un partenaire idéal pour un Family Office ?

Gerhard Single: Pour les Single Family Office et les chefs d'entreprises familiales, nous sommes un partenaire idéal à plus d'un titre. Depuis la crise financière, les familles fortunées et les actionnaires d'entreprises familiales se sont montrés particulièrement attentifs aux sujets de risque de contrepartie et de risque de réputation. Fort de l'appui de notre société mère, le Groupe Allianz, dont la fiabilité et la solidité réputationnelle ne font aucun doute, nous sommes très bien positionnés. En outre, notre gamme de solutions exhaustive et notre approche de la gestion du risque répondent parfaitement à l'hétérogénéité des besoins des Single Family Offices, tant en termes de classes d'actifs et que de thèmes d'investissement.

Nous proposons en effet une palette complète de solutions, depuis l'investissement dans des classes d'actifs traditionnelles en actions et obligations européennes, asiatiques ou américaines, à une gestion du risque en overlay, en passant par des stratégies d'investissement alternatives innovantes, aussi bien liquides qu'illiquides. En

synthèse, nous proposons un pilotage global du risque et des allocations d'actifs. Lorsque le client le souhaite, une équipe hautement expérimentée de gérants internes est en mesure de prendre en charge le processus de due diligence et la sélection des gérants externes. Les mandats peuvent être déployés, au choix, au travers d'un d'un fonds dédié, ou – lorsque cette option est disponible – d'un fonds ouvert. Si besoin, notre équipe de gestion des risques peut également conseiller le Single Family Office dans la conception et l'implémentation de son allocation d'actifs stratégique.

Pour les Multi Family Offices qui interviennent comme gestionnaires d'actifs pour le compte de leurs clients, et investissent à ce titre dans les différentes classe d'actifs via des fonds, AllianzGI propose également une offre complète de stratégies d'investissement aux historiques de performance éprouvés. Cette gamme regroupe notamment une gamme de solutions en actions, obligations et actifs alternatifs liquides.

?

En matière d'accompagnement des Single Family Offices, qu'est-ce qui différencie AllianzGI des autres acteurs de la place ?

Gerhard Single: Je pense que nos clients apprécient tout particulièrement le réseau que nous avons su construire dans la « communauté » des Family Offices en Europe. En outre, le fait qu'AllianzGI ait développé une équipe spécialisée et dédiée à la prise en charge de ce type d'investisseur est également très apprécié.

Lors de la constitution d'un nouveau Single Family Office, nous sommes également à leur disposition, en tant que « sparring partner ». Nous cherchons à aller au-delà de notre offre existante en organisant des rencontres avec d'autres familles qui possèdent déjà une expérience en matière de Single Family Office, dans le but de créer de la valeur ajoutée en favorisant la

constitution d'un réseau. Une telle approche peut également être déployée pour des structures établies, dans des domaines qui ne font pas partie de notre cœur de métier, comme par exemple la gouvernance familiale ou le reclassement des membres du Single Family Office. Dernier point, mais non des moindres, grâce à notre équipe experte en administration de fonds, nous sommes en mesure de fournir une infrastructure d'investissement adaptée, aussi bien pour les nouvelles créations que pour des structures déjà établies. Je pense que la meilleure preuve de la satisfaction de nos clients tient au fait que l'essentiel de nos nouveaux contacts clés nous sont adressés sur leur recommandation.

?

Vous êtes responsable de l'activité Family Office pour l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse, sachant que l'Allemagne et la Suisse représentent certainement les deux marchés les plus importants pour le Family Office en Europe continentale. Quelle est selon vous la différence entre ces deux marchés ?

Gerhard Single: En Allemagne, on rencontre principalement des Single Family Offices représentant de grandes familles allemandes. Le nombre relativement élevé de familles fortunées dans le pays est lié à l'essor de la classe moyenne allemande, qui s'est essentiellement développée dans la période d'après-guerre, et a connu par la suite une réussite considérable.

En revanche, les Single Family Offices suisses se caractérisent par une diversité de nationalités bien plus importante. On y croise aussi bien des

familles allemandes que danoises, italiennes ou britanniques, mais également au-delà de l'Europe des familles indiennes, brésiliennes, russes ou du Moyen-Orient. Cette diversité internationale n'a guère d'égale que celle du marché britannique des Single Family Offices. L'Autriche est pour sa part un marché plus petit, mais proportionnellement à la taille du pays, on y trouve des Family Offices tout à fait significatifs, et des entreprises familiales dont la réussite est remarquable.



Kerstin Keller, Responsable marketing institutionnel et rédacteur en chef d'Update magazine, Allianz Global Investors

Toutes les sources et supports bibliographiques

THÈME À LA LOUPE

- 1 **Page 16:** Cf. Robert Gordon, *Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*. (Ascension et chute de la croissance américaine : les niveaux de vie depuis la Guerre de Sécession.)
- 2 **Page 18:** Nous avons examiné les performances réelles des actions britanniques depuis la fin du XVIIIe siècle sur une période de 10 années glissantes, ainsi que la moyenne simple des performances de 15 marchés mondiaux, entre 1870 et 2017, sur la même période glissante. Nous avons sélectionné le Royaume-Uni car ce pays est resté une superpuissance qui a dominé l'économie jusqu'à la Première Guerre mondiale.
- 3 **Page 19, 21:** La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable de la performance future.
- 4 **Page 20:** Nous avons analysé les performances des secteurs américains à l'origine d'innovations technologiques majeures depuis la fin du XIXe siècle : téléphone, électricité, automobile, chaînes d'assemblage, aviation, radio, plastique, télévision, ordinateurs centraux et personnels, téléphonie mobile, réseau internet et intelligence artificielle. Un remerciement particulier à ma collègue Katharina Sängler, qui a produit ces chiffres.

Bibliographie et données utilisées :

Allianz Global Investors (2017) : *The Economics of Populism* (La dimension économique du populisme)

D. Comin et B. Hobijn (2010) : *An Exploration of Technology Diffusion* (Analyse de la diffusion des technologies)

The Conference Board (2014) : *Prioritizing Productivity* (Priorité à la productivité)

The Conference Board (2016) : *Navigating the Digital Economy* (Naviguer dans les eaux de l'économie numérique)

Robert Gordon (2012) : *Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds* (La croissance américaine est-elle terminée ? L'innovation déclinante rencontre les six vents contraires)

E. Brynjolfsson, A. McAfee (2016) : *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies* (Le deuxième âge de la machine : travail et prospérité à l'heure de la révolution technologique)

C. B. Frey, T. Berger, C. Chen (2017) : *Political Machinery: Automation Anxiety and the 2016 US Presidential Election* (Les rouages de la politique : l'anxiété engendrée par l'automatisation et l'élection présidentielle américaine de 2016)

C. B. Frey, & M. Osborne (2017) : *The Future of Employment* (L'avenir de l'emploi)

Òscar Jordà, Moritz Schularick, et Alan M. Taylor (2017) : *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts* (Histoire de l'environnement macro-financier et faits relatifs au nouveau cycle économique), publié dans *NBER Macroeconomics Annual 2016*, volume 31, sous la direction de Martin Eichenbaum et Jonathan A. Parker (Chicago : Presse de l'université de Chicago. Macrohistory Lab, Université de Bonn)

S. Nairn (2002) : *Engines that Move Markets* (Ces moteurs qui entraînent les marchés)

Base de données sur la productivité de The Conference Board

Données de l'institut Cowles, Yale School of Management : indices des actions ordinaires

Fama/Bibliothèque de données française

LES STRATÉGIES ADAPTÉES EN PÉRIODE DE BAISSÉ DES PRIMES DE RISQUE

- 5 **Page 27, 28, 30:** Les déclarations présentes sont susceptibles de comprendre des références à des prévisions futures et autres déclarations prévisionnelles fondées sur nos vues propriétaires et présentent des risques et des incertitudes susceptibles de rendre les résultats, les performances ou les événements effectifs relativement différents de ceux exprimés ou sous-entendus dans ces déclarations. Nous ne sommes pas tenus d'actualiser toute déclaration prévisionnelle.
- 6 **Page 27, 28:** Les résultats de la stratégie ne sont pas garantis et les pertes demeurent possibles.

LA DETTE D'INFRASTRUCTURE À L'ÉPREUVE DES CRITÈRES ESG : L'IMPORTANCE DE DÉFINIR DES PRIORITÉS STRATÉGIQUES

- 7 **Page 36:** Les résultats de la stratégie ne sont pas garantis et les pertes demeurent possibles.

Mentions légales

Update I/2018

Le magazine d'Allianz Global Investors destiné aux investisseurs institutionnels

Éditeur :

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne
ch.allianzgi.com
ch.allianzgi.com/fr-fr/updatemagazine

Rédacteur en chef :

Kerstin Keller

Responsable projet :

Maria Rita Raffaele

Rédaction :

Peter Berg, Kerstin Keller, Hans-Joachim Kollmannsperger,
Hans-Jörg Naumer, Klaus Papenbrock, Maria Rita Raffaele,
Oliver Schütz, Christian Subbe, Caroline Tschesche

Contact pour la rédaction :

update-redaktion@allianzgi.com

Conception :

Rotwild GmbH, Cologne

Mise en page :

Werbemanufaktur Albert, Francfort-sur-le-Main

Impression :

Schleunungdruck GmbH, Marktheidenfeld

Photographies :

Allianz Global Investors, Getty Images, iStock

Données au mois de mars 2018

Un classement, une notation ou une récompense ne présagent aucunement de la performance future et peuvent faire l'objet de variations dans le temps. Les déclarations contenues aux présentes sont susceptibles de comprendre des références à des prévisions futures et autres déclarations prévisionnelles fondées sur des vues et suppositions actuelles de la direction et présentent des risques connus et inconnus ainsi que des incertitudes susceptibles de rendre les résultats, les performances ou les événements effectifs relativement différents de ceux exprimés ou sous-entendus dans ces déclarations. Nous ne sommes pas tenus d'actualiser toute déclaration prévisionnelle. Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les résultats de la stratégie ne sont pas garantis et les pertes demeurent possibles.

La volatilité (fluctuation de la valeur) des parts ou actions de l'OPCVM peut être particulièrement élevée. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle les performances passées sont présentées n'est pas la devise du pays dans lequel l'investisseur réside, l'investisseur doit savoir que, du fait des fluctuations de taux de change entre les devises, les performances présentées peuvent être inférieures ou supérieures une fois converties dans la devise locale de l'investisseur.

La présente communication est exclusivement réservée à des fins d'information et ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. Les fonds et les instruments mentionnés ici peuvent ne pas être proposés à la commercialisation dans toutes les juridictions ou pour certaines catégories d'investisseurs.

Cette communication peut être diffusée dans les limites de la législation applicable et n'est en particulier pas disponible pour les citoyens et/ou résidents des États-Unis d'Amérique. Les opportunités d'investissement décrites ne prennent pas en compte les objectifs spécifiques d'investissement, la situation financière, les connaissances, l'expérience, ni les besoins spécifiques d'une personne individuelle et ne sont pas garanties. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables, mais elles n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. L'exactitude ou l'exhaustivité de ces données/informations ne sont pas garanties et toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte découlant de leur utilisation est déclinée, sauf en cas de négligence grave ou de faute professionnelle délibérée. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent.

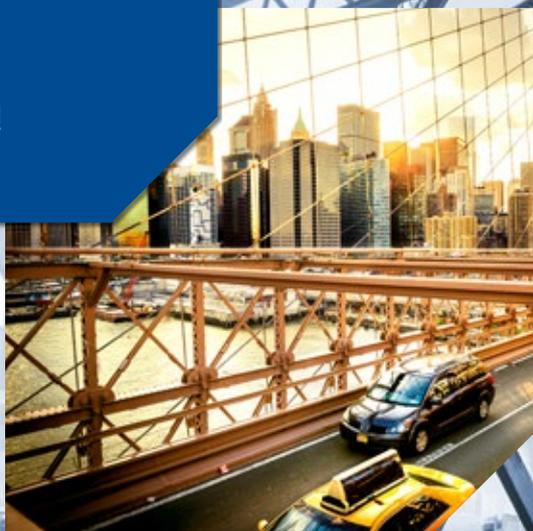
Afin d'obtenir une copie gratuite du prospectus, des statuts de la société ou des règlements, de la valeur liquidative quotidienne des fonds, des derniers rapports annuels et semestriels et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) en Français, veuillez contacter la société de gestion au pays de domicile du compartiment ou la société de gestion par voie électronique ou par voie postale à l'adresse indiquée ci-dessous. Merci de lire attentivement ces documents, les seuls ayant effet à l'égard des tiers, avant d'investir.

Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42–44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340, et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). La présente communication ne satisfait pas la totalité des exigences légales visant à garantir l'impartialité des recommandations d'investissement et des recommandations relatives aux stratégies d'investissement, et elle n'est soumise à aucune interdiction d'exécuter des transactions avant la publication de telles recommandations. La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite.



Votre portefeuille est-il résolument tourné vers le long terme ?

Investissez dans les infrastructures !



L'investissement dans le capital ou la dette d'infrastructures constitue pour les investisseurs institutionnels une source de diversification attrayante, du fait de leur faible volatilité et de leur absence de corrélation avec les autres classes d'actifs. Cependant, les investisseurs doivent pouvoir se reposer sur une expertise éprouvée dans le domaine, afin de générer des performances régulières et pérennes sur le long terme. Votre partenaire de confiance, Allianz Global Investors, saura vous accompagner dans vos décisions d'investissement, que ce soit sur des projets de petite taille ou des projets complexes de plus grande envergure. Nous gérons depuis de nombreuses années des actifs significatifs investis dans ces classes d'actifs pour le compte de nos clients et il ne tient plus qu'à vous de tirer profit de cette expertise.

Vous souhaitez en savoir plus ? Nous sommes à votre disposition pour répondre à toutes vos questions.

Allianz 
Global Investors

Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors (Schweiz) AG, www.allianzgi.com, une société anonyme enregistrée en Suisse, dont le siège social se situe Gottfried-Keller-Strasse 5, 8001 Zürich, enregistrée au tribunal local de Zurich sous le numéro CHE-142.648.785. et agréée par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (www.finma.ch). Au mois de mai 2017

Comprendre. Agir.