

Update Magazine



Active is: Allianz Global Investors

- 06 Forum de l'investissement
- 12 Croissance de l'endettement
- 28 Gestion des risques

Sommaire

- 04 | Panorama**
Actualités d'Allianz Global Investors
- 06 | Forum de l'investissement**
Conclusions et thèmes de notre Forum de l'investissement à Hong Kong
- 12 | Croissance de l'endettement**
Le supercycle de la dette mondiale
- 22 | Perspectives de marché**
Revue 2019 des marchés financiers
- 24 | L'homme et Machine**
Comment Allianz Global Investors utilise l'intelligence artificielle dans les processus d'investissement actif
- 28 | Gestion des risques**
10 ans plus tard : perspectives pour une gestion des risques viable
- 36 | Actualité Allianz Global Investors**
Les dividendes : un airbag pour votre portefeuille
- 38 | Interview**
Prof. Richard B. Freeman, co-directeur du programme Travail et vie professionnelle à la faculté de droit de Harvard



Homme + Machine

Chers lecteurs,

Ces dernières années, l'intelligence artificielle (IA) a fait couler de plus en plus d'encre dans la presse économique, non sans raison. L'intelligence artificielle ne relève en effet aucunement de la science-fiction. Bien au contraire, dans de nombreuses entreprises, elle fait déjà partie intégrante des processus d'exploitation et est même incontournable pour rester concurrentielle. Les applications de l'IA sont déjà bien établies dans la relation client, le marketing, les processus de production ou encore la logistique.

Dans le cadre du développement des applications d'IA, l'accent est de plus en plus placé sur l'interaction entre l'homme et la machine. Dans leur livre intitulé « Human + Machine »¹, Daugherty et Wilson démontrent le potentiel considérable de la collaboration entre l'homme et l'IA une fois leurs différentes forces combinées en toute symbiose.

Allianz Global Investors estime également que l'utilisation de l'intelligence artificielle dans la gestion active de portefeuille présente un potentiel important. Thomas Zimmerer explique dans son article comment Allianz Global Investors utilise l'IA dans son processus d'investissement actif.

A l'ère des robots intelligents, le Prof. Richard B. Freeman revient également sur l'importance de la participation des employés au capital des entreprises dans lesquelles ils travaillent.

Dans son analyse, Thomas Stephan met quant à lui en évidence la valeur apportée par une gestion des risques active et durable. Les solutions de gestion des risques dynamiques sont conçues pour réduire sensiblement les risques durant les phases baissières du cycle économique tout en générant un potentiel de rendement attractif sur un cycle complet. Cela revêt une importance capitale pour les investisseurs institutionnels dans l'environnement de marché actuel et dans le contexte de l'article de Stefan Hofrichter concernant un « Global Debt Supercycle » (supercycle de la dette mondiale).

Dans ce numéro, nous revenons également avec Neil Dwane sur les principales conclusions de notre Forum de l'investissement qui s'est tenu à Hong Kong en début d'année.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

Dr Jan Spelsiek



Dr Jan Spelsiek, Head of Digital Transformation Global Strategy, Allianz Global Investors

Panorama



Rétrospective

Le fonds AREF II désormais pleinement investi

Après quelques investissements supplémentaires dans l'énergie photovoltaïque en Italie et en France, le fonds Allianz Renewable Energy Fund II (AREF II) a été pleinement investi en l'espace de 24 mois. La période de souscription du fonds AREF II pour les investisseurs institutionnels européens a démarré en mars 2016 et s'est clôturée le 15 novembre 2016. À l'instar du premier millésime Allianz Renewable Energy Fund (AREF I), le fonds AREF II a investi ses quelque 350 millions EUR dans des centrales solaires et éoliennes en Europe. Au total, l'équipe Infrastructure Equity d'Allianz Global Investors gère environ 1,6 md EUR d'actifs investis dans les énergies renouvelables et des projets d'infrastructure liés à l'énergie.



Perspectives

L'évolution numérique dans la gestion d'actifs

En novembre 2018, 30 experts de start-ups technologiques venus de New York, Londres, Milan et Bangalore ont été invités par Allianz Global Investors à se réunir afin de débattre de l'utilisation de l'intelligence artificielle et d'autres technologies dans la gestion d'actifs.

À l'occasion d'un « hackathon », ils devaient traiter en l'espace de 49 heures des problématiques suivantes : Comment l'intelligence artificielle et les données alternatives peuvent-elles compléter les analyses fondamentales traditionnelles dans le but d'améliorer les projections concernant les classes d'actifs ? Comment les algorithmes d'IA peuvent-ils systématiquement limiter les déformations cognitives lors de la sélection d'actions ? Quelles sources de données alternatives (réseaux sociaux, moteurs de recherche, portails de l'emploi et places de marché en ligne) peuvent compléter les recherches menées par AllianzGI, et comment ?

Une centaine de participants ont suivi la présentation des idées des start-ups devant un jury composé d'experts. La meilleure solution à chacune des trois problématiques sera convertie en prototype en 2019 en collaboration avec le vainqueur concerné.



ESG

Investir de manière responsable

Allianz Global Investors ne suit pas une approche active uniquement dans le cadre de ses investissements. L'entreprise se montre également proactive dans ses relations avec les clients. Nous sommes d'avis que les facteurs de durabilité peuvent avoir une influence considérable sur la performance des actifs. Nous nous sommes donc fixés comme exigence d'intégrer tout au long du processus d'investissement les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le cadre des décisions de placement concernant l'ensemble des classes d'actifs. À l'heure actuelle, Allianz Global Investors gère quelque 116 milliards EUR dans une approche d'intégration ESG. 28 milliards EUR supplémentaires environ sont gérés dans le cadre de stratégies ISR et Impact.

Le rapport "Libérez le potentiel de l'ESG" donne un aperçu de l'approche d'AllianzGI sur les différents thèmes de l'investissement responsable en 2018.



Perspectives

Enquête sur les dividendes 2019 d'Allianz Global Investors

L'économie européenne menace de faiblir. Malgré la conjoncture toujours robuste, les incertitudes découlant de l'aggravation des conditions commerciales à l'échelle mondiale devraient continuer de planer sur les marchés actions européens. Dans un tel contexte d'incertitude, les actions à dividendes sont généralement synonymes de stabilité : les dividendes stabilisent le portefeuille tout en atténuant les replis de cours et en générant des revenus prévisibles. En outre, les actions à dividendes semblent évoluer de manière beaucoup plus stable que les actions d'entreprises qui ne distribuent que des dividendes limités.

Pour en savoir plus, rendez-vous en pages 36–37.



Consolidation

Renforcement de l'équipe Allianz Global Investors de Munich

Allianz Global Investors étend encore ses capacités dans le financement privé en Europe. Depuis le début de l'année, Adrian Grammerstorf est venu grossir les rangs de l'équipe de Munich en charge du financement privé pour les petites et moyennes entreprises, qui représente le deuxième pilier européen pour les placements privés après l'équipe de Paris. Après l'annonce par AllianzGI en novembre 2018 du lancement d'une équipe asiatique responsable des financements privés à Singapour, il s'agit là de la deuxième consolidation d'ampleur dans ce secteur en très peu de temps.

Conclusions et thèmes de notre Forum de l'investissement à Hong Kong

AUTEUR: **NEIL DWANE**

Alors que nos experts en investissement se sont réunis dans le centre financier de l'Asie, la proximité avec la Chine continentale semblait particulièrement appropriée, compte tenu de la guerre commerciale États-Unis-Chine qui a déstabilisé les marchés. Dans un contexte de progression de l'endettement à l'international, d'incertitude politique et de fragmentation de l'économie mondiale, l'adoption d'une vision active de long terme pourrait bien s'avérer la meilleure approche pour les investisseurs.

1/ Si la croissance mondiale est fragmentée, les investisseurs actifs peuvent gérer les craintes de récession

Dans l'ensemble, l'année écoulée a été très compliquée pour les investisseurs, les faibles performances et le retour de la volatilité ne laissant aux investisseurs internationaux que peu d'endroits où s'abriter, notamment en fin d'année. Les marchés se méfient des signes croissants de ralentissement observés à travers le monde. En effet, les lignes de faille de fin de cycle sont devenues plus visibles : la croissance des bénéfices des entreprises a culminé, les mesures de relance budgétaire s'essouffent et les banques centrales fournissent moins de liquidités.

Cependant, le problème majeur de l'économie mondiale pourrait bien être l'endettement (voir [graphique A/](#)). Le monde a essentiellement résolu la dernière crise de la dette en s'endettant davantage. La Chine est au premier rang des accusés, avec un ratio dette/PIB proche de 300% en 2018, mais de nombreux autres pays se sont également endettés, portant la dette étrangère libellée en dollars américains à des niveaux records. Par exemple, les entreprises turques devront refinancer 250 milliards de dollars de dette américaine dans les années à venir, ce qui s'annonce difficile dans un contexte de hausse des taux.

Au niveau mondial, si les économistes débattent encore de ce qui constitue un niveau « normal » pour les taux d'intérêt, la normalisation n'est guère achevée : les taux semblent devoir

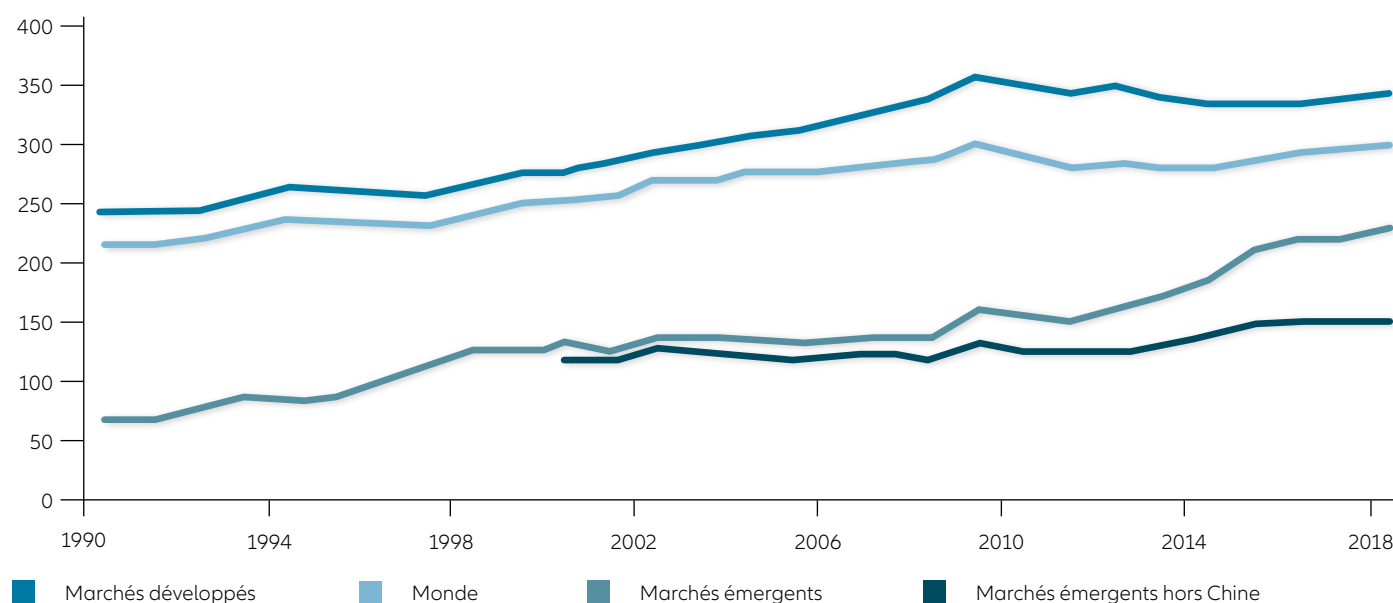
rester plus bas pour plus longtemps. La recherche d'un revenu est donc d'autant plus impérative, surtout lorsque l'inflation, même faible, peut réduire considérablement le pouvoir d'achat au fil du temps.

Vers où se tourner pour dénicher des rendements ? Nous identifions un potentiel de rendement intéressant dans les obligations asiatiques et sur le segment high yield, bien que le recul de la croissance, la hausse de la volatilité et la baisse de la qualité du crédit exigent un suivi attentif. Le rendement du dividende des actions asiatiques et européennes (plus qu'américaines), ainsi que les obligations indexées sur l'inflation, permettent également de générer des revenus.

La croissance économique dans le monde est de plus en plus fragmentée, alors que le ralentissement des États-Unis s'inscrit dans un contexte de craintes de récession croissantes. Pourtant, bien que l'économie américaine ne soit pas à l'abri d'une détérioration en 2019, comme le suggèrent l'aplatissement de la courbe des rendements et l'affaiblissement du marché immobilier, une récession semble improbable cette année. Et même en cas de récession, nous pensons que les investisseurs actifs seront toujours en mesure de dénicher des opportunités en se concentrant sur les fondamentaux, y compris en s'appuyant sur la recherche propriétaire.

A/ DÉSENDETTEMENT ? QUEL DÉSENDETTEMENT ? RATIO DETTE GLOBALE/PIB, PAR RÉGION

Données exprimées en points de pourcentage



Source : Allianz Global Investors, Banque des règlements internationaux, Datastream. Données au T1 2018.

2/ Trump et le Brexit ne sont pas les seuls points d'interrogation politiques, ce sont simplement ceux qui attirent le plus l'attention des médias et du marché

Les marchés ne prennent plus les tensions géopolitiques à la légère. Les manchettes sur le populisme – et la montée du sentiment antimondialisation qui l'accompagne – effraient les investisseurs en actions, en obligations et en devises. Un retour en arrière de la mondialisation pourrait compliquer l'arbitrage des coûts pour des entreprises à la recherche de chaînes d'approvisionnement et de marges optimales, alors que les guerres commerciales risqueraient d'aggraver la situation.

Aux États-Unis, le président Donald Trump est confronté à un Congrès divisé et à une volonté nouvelle des démocrates de limiter son pouvoir. M. Trump va bientôt commencer à préparer sa réélection. Afin d'être réélu en 2020, nous pensons qu'il activera tous les leviers à sa disposition, en particulier dans le domaine de la politique commerciale. Nous ne serions donc pas surpris qu'il cherche à mettre rapidement un terme à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et à crier victoire. Il pourrait également rechercher un terrain d'entente avec les démocrates, en faisant des compromis sur les dépenses d'infrastructure ou la réforme ciblée des soins de santé par exemple, sachant

que toute mesure visant à réduire les prix des médicaments risque de pénaliser les titres pharmaceutiques.

En Europe, la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne s'annonce comme un thème récurrent. Quelle que soit l'issue du Brexit, de nouvelles tensions commerciales avec l'Europe semblent inévitables. Cela risque d'affecter différemment les secteurs des pays membres de l'UE et du Royaume-Uni, même si le Brexit sera indéniablement une période très mouvementée pour les actifs britanniques.

Les élections au Parlement européen, des luttes internes en Italie et en France, l'affaiblissement de l'économie allemande, ainsi que d'importantes élections en Inde et en Indonésie se profilent également. Pourtant, même si les investisseurs gardent un œil sur ces événements, ils devraient veiller à ne pas négliger les opportunités au niveau régional ou sectoriel. Une approche à contre-courant judicieuse pourrait consister à se montrer plus granulaire et sélectif, en privilégiant les fondamentaux solides.

3/ Une « guerre froide technologique » pourrait être plus dévastatrice qu'une guerre commerciale

Les unes des médias concernant la guerre commerciale sino-américaine occultent peut-être l'éventualité d'une situation plus grave : une éventuelle « guerre froide technologique » entre les deux premières économies mondiales. (voir [graphique B/](#)).

Les États-Unis considèrent la Chine comme une menace stratégique, et l'Empire du Milieu souhaite réduire sa dépendance à la technologie américaine. Les deux pays craignent une trop grande interdépendance à l'égard de technologies et de fournisseurs partagés, surtout depuis que la capacité d'une guerre commerciale à paralyser les chaînes d'approvisionnement en place est apparue en pleine lumière. En conséquence, nous redoutons que deux écosystèmes de haute technologie concurrents finissent par émerger – l'un américain, l'autre chinois – et que le reste du monde, y compris les voisins de la Chine en Asie, soit contraint de choisir son camp. Cela pourrait pénaliser, notamment, les modèles économiques et les chaînes d'approvisionnement des grandes entreprises de technologie américaines, qui inventent dans la Silicon Valley et fabriquent en Asie.

Dans le même temps, certains acteurs sont bien placés pour bénéficier de la concurrence accrue entre la Chine et les États-Unis, en particulier des pays comme la Thaïlande et le Vietnam, mais aussi l'Inde et l'Indonésie. Une éventuelle guerre froide technologique fera inévitablement des perdants. Cependant, les investisseurs peuvent assumer certains risques afin de participer aux bénéfices des gagnants qui émergeront de ce conflit.

Dans l'ensemble, nous considérons que la Chine et les États-Unis ont besoin l'un de l'autre, ce qui pourrait se traduire par une atténuation de la rhétorique de guerre commerciale, avant une éventuelle réconciliation. Dans l'intervalle, nous pourrions observer une volatilité persistante et un recul de la croissance. Quant aux investisseurs, ils pourraient s'intéresser aux thèmes de haute technologie à long terme sur les marchés d'actions, notamment les villes intelligentes, l'intelligence artificielle et la disruption.

4/ La Chine, une classe d'actifs à part entière

La Chine peut être un facteur de division parmi les investisseurs. Pour beaucoup, la puissance économique croissante de la Chine – qui découle de l'accent mis sur l'innovation et du « rééquilibrage » de son économie au profit de la consommation – est le thème d'investissement le plus convaincant du XXI^e siècle. D'autres s'inquiètent davantage de l'ingérence du gouvernement chinois, des guerres commerciales entre Washington et Pékin et de la forte dépendance au crédit du développement économique chinois. Les marchés d'actions locaux, dominés par des investisseurs particuliers à court terme, peuvent s'avérer volatils.

Si nous ne nions pas les défis auxquels la Chine est confrontée, nous estimons que Pékin est bien placée pour les relever. Le gouvernement chinois comprend que son économie a besoin de réduire son endettement et que l'utilisation du crédit doit être contrôlée. Les dirigeants du pays cherchent à trouver un équilibre entre les réformes et la croissance, et nous sommes convaincus qu'ils feront ce qui est nécessaire pour y parvenir. L'ampleur de l'initiative « Made in China 2025 » et du programme « One belt, One road » suffit à faire comprendre l'engagement de la Chine à assurer son avenir, en acceptant des efforts significatifs à court terme destinés à payer sur le long terme.

Beaucoup de nos clients partagent la même vision à long terme de la Chine. Bien que le différend commercial en cours demeure problématique, nous pensons qu'il finira par se résoudre à moyen ou long terme. Et même en cas de guerre froide technologique, les investisseurs bénéficieraient d'une exposition aux deux écosystèmes.

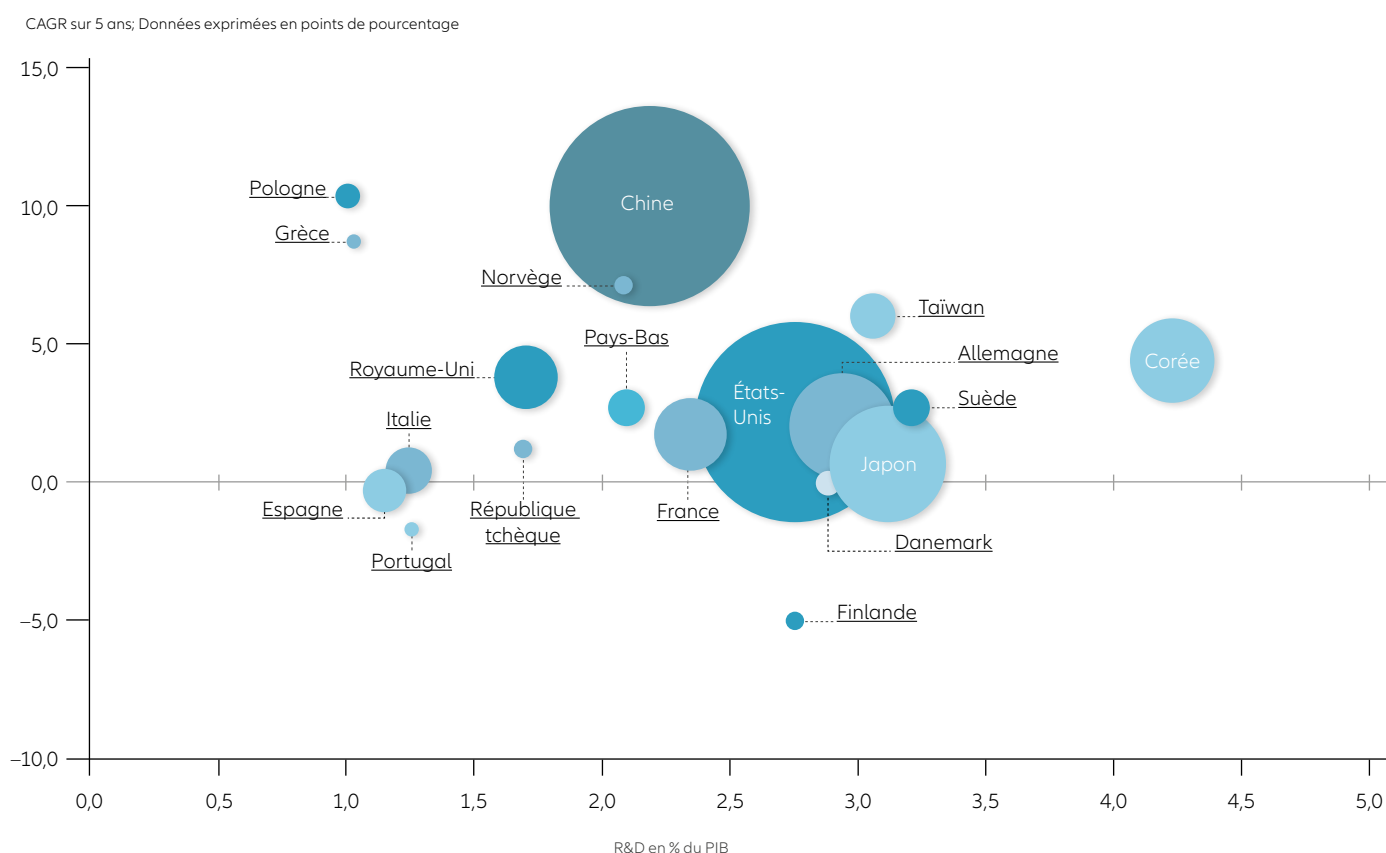
Pour naviguer sur les marchés boursiers locaux, il faut adopter une approche à long terme et se concentrer sur les fondamentaux. À cette fin, il est essentiel d'intégrer les facteurs ESG. De fait, en mai 2018, 86% des actions A chinoises incluses dans l'indice MSCI avaient des notes de gouvernance inférieures à la moyenne. C'est un excellent exemple des raisons pour lesquelles nous effectuons notre propre recherche ESG et réalisons nos propres évaluations dans ce domaine d'une importance critique, avant de partager nos analyses avec nos clients.

La Chine est une classe d'actifs attrayante pour de nombreux investisseurs, avec les actions A notamment, actuellement peu appréciées par les marchés, mais aussi les obligations chinoises, sources potentielles de rendements réels attrayants au sein d'un portefeuille obligataire mondial. Nous estimons quant à nous que l'amélioration progressive des normes ESG entraînera un renforcement des arguments en faveur de la Chine.



S'il est difficile pour les investisseurs de s'orienter dans les marchés actuels, renoncer entièrement à prendre des risques peut constituer une option trop risquée.

B/ DANS LA COURSE À LA R&D, LA CHINE A RAPIDEMENT GAGNÉ DU TERRAIN PAR RAPPORT AUX ÉTATS-UNIS
CROISSANCE ET DÉPENSES MONDIALES DE RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT



Source : Données OCDE, Institut de statistique de l'UNESCO, Allianz Global Investors. Données à 2015 pour les États-Unis, la France, la Pologne et Taiwan ; toutes les autres données à 2016. La taille des cercles illustre le volume relatif des dépenses annuelles en R&D pour le pays mentionné, mesuré en dollars en termes de parité du pouvoir d'achat.

Cinq conclusions en termes d'investissement

1/ Planifiez votre avenir – concentrez-vous sur le long terme

Étant donné les récentes conditions de marché et les inquiétudes suscitées par une éventuelle récession, il est compréhensible que les investisseurs redoutent la fin de ce cycle économique long mais médiocre.

Cependant, nous ne pensons pas qu'il soit déjà arrivé à son terme. Malgré les corrections et la volatilité des marchés, les investisseurs devraient ainsi chercher à tirer parti de la puissance à long terme de l'effet de capitalisation. Il convient donc de se détacher de l'actualité immédiate et des dérapages politiques pour se concentrer sur la solidité des bilans et les autres qualités qui sous-tendent la durabilité des investissements.

2/ Diversifiez activement vos investissements à travers l'ensemble des classes d'actifs

Outre un mix d'actions, d'obligations et de liquidités, envisagez des stratégies alternatives – elles sont moins corrélées aux classes d'actifs traditionnelles et peuvent contribuer à améliorer le couple rendement/risque d'un portefeuille. Envisagez également de compléter une approche diversifiée par des positions à contre-courant (comme les actions britanniques) et des couvertures anticycliques (incluant les bons du Trésor américain). Les emprunts d'État des marchés asiatiques et émergents semblent être de bons candidats pour la quête de revenus.

3/ Utilisez la volatilité – soyez un investisseur actif

Les marchés ont montré des signes de détresse fin 2018, mais nous estimons qu'ils ont peut-être réagi de manière excessive. Si les niveaux de volatilité observés semblent voués à perdurer en raison des tensions géopolitiques, de la normalisation de la politique monétaire et d'autres facteurs, les corrections sur les marchés des actions et du crédit peuvent offrir aux investisseurs actifs et sélectifs l'opportunité de revenir sur certains actifs risqués. En se contentant de suivre la volatilité du marché, l'investissement passif, fondé sur des indices de référence tournés vers le passé, peut

échouer lorsqu'il s'agit de saisir les opportunités de demain. De fortes reprises pourraient également être le moment opportun pour réduire les positions, mais les investisseurs devraient résister à l'envie d'anticiper les mouvements de marché.

4/ Le plus grand risque est de ne prendre aucun risque

S'il est difficile pour les investisseurs de s'orienter dans les marchés actuels, renoncer entièrement à prendre des risques peut constituer une option trop risquée. Une telle approche, susceptible de détériorer le pouvoir d'achat au fil du temps, ne tient pas compte de la présence d'opportunités intéressantes à l'heure actuelle. Cherchez à atténuer les risques nécessaires en privilégiant les titres de qualité – présentant des bilans solides, des dividendes sains et une gouvernance robuste. Appuyez-vous sur la recherche fondamentale pour identifier les valeurs, secteurs et tendances qui offrent un potentiel de croissance et la capacité de tirer parti des tendances de long terme.

5/ Visez un meilleur couple rendement/risque grâce à l'ESG

En pleine croissance, l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) intéresse de plus en plus les investisseurs, à juste titre : l'ESG offre un prisme incontournable pour identifier la qualité, les possibilités d'amélioration et les plus-values potentielles. Les entreprises qui se concentrent sur les facteurs ESG sont susceptibles d'être mieux positionnées à long terme et peuvent contribuer à améliorer la performance des portefeuilles. Dans les économies émergentes telles que la Chine, la bonne gouvernance est de plus en plus encouragée. Cette évolution incite les entreprises à se développer de manière responsable et devrait rendre ces marchés plus attrayants, à mesure que les entreprises font évoluer leurs pratiques.



Neil Dwane, Global Strategist, Allianz Global Investors

Le supercycle de la dette mondiale

AUTEUR: STEFAN HOFRICHTER

Au cours des deux dernières années, de grandes institutions internationales comme le FMI (Fonds monétaire international), l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) ou la BRI (Banque des règlements internationaux) ont souligné à plusieurs reprises l'endettement croissant de l'économie mondiale. Il convient donc, plus de dix ans après l'éclatement de la Crise financière mondiale (CFM), de faire le point sur le supercycle de la dette mondiale. Nous allons donc nous pencher sur les niveaux d'endettement, la dette en dollars américains à l'extérieur des États-Unis, ainsi que les secteurs qui sont prêteurs ou emprunteurs. Enfin, nous tâcherons d'identifier les conséquences de la situation actuelle pour la croissance et les marchés financiers.



1/ Dans quelle mesure la dette mondiale a-t-elle augmenté ?

L'endettement global de tous les secteurs, à savoir le secteur public, les ménages privés, les sociétés non financières et le secteur financier, a continué d'augmenter après la Crise financière mondiale. Représentant 298% du PIB mondial, il est désormais proche du niveau record de 2009 (303%) et nettement supérieur à celui observé en 2006 (279%), à la veille de la grande crise financière. Dans les pays développés, le ratio d'endettement total a reculé depuis le pic enregistré il y a dix ans. Cependant, il progresse à nouveau depuis 2014 et s'établit maintenant à 340% du PIB. En ce qui concerne les marchés émergents, l'endettement total atteint 228% du PIB, soit une hausse d'environ 2/3 depuis 2006.

Si l'on examine l'endettement des secteurs économiques à l'échelle mondiale, on constate qu'il a continué d'augmenter dans le secteur privé non financier (ménages et entreprises privés) et dans le secteur public, pour atteindre de nouveaux sommets historiques. Il a en revanche diminué dans le secteur financier après la crise financière mondiale (voir [graphique A/](#)).

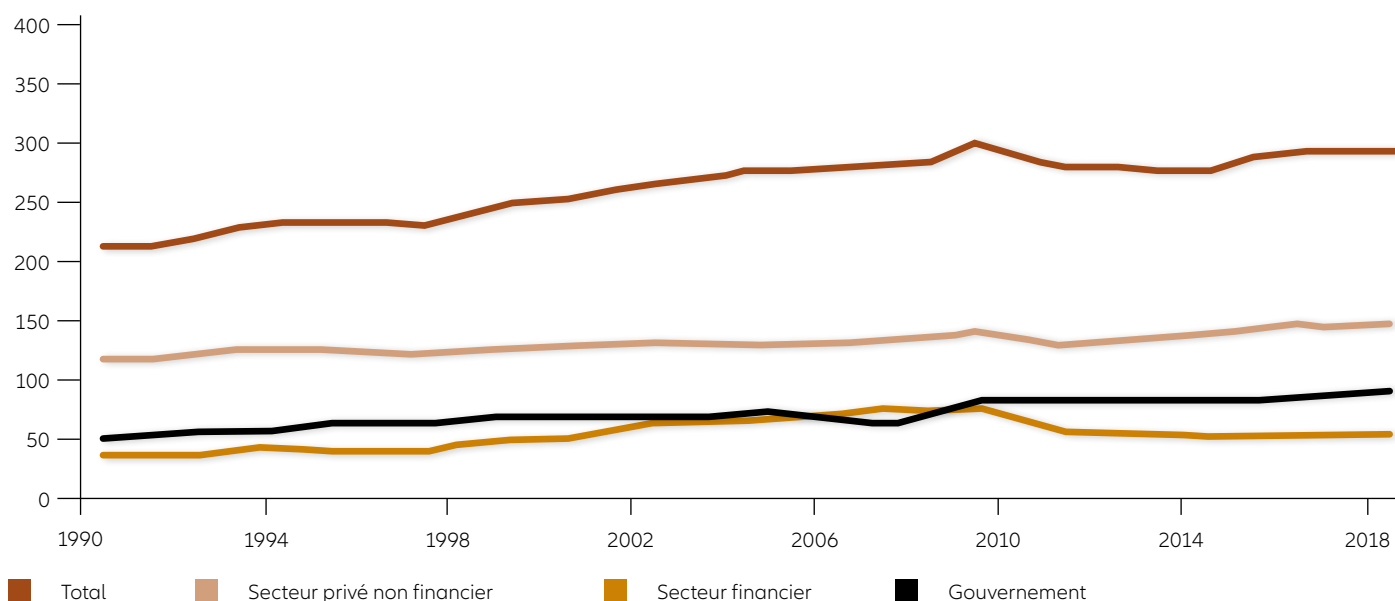
Une partie de cette dette n'a pas été émise en devise locale. La dette libellée en dollar US hors des États-Unis a notamment doublé au cours de la décennie écoulée, aussi bien dans les pays développés qu'au sein des économies émergentes. Elle s'élève désormais à environ 11 500 mds USD.

Les ratios dette/PIB en USD tutoient, voire atteignent aujourd'hui des sommets inédits depuis plusieurs décennies dans les marchés développés et émergents (voir [graphique B/](#) et [C/](#)). De manière incontestable, cette situation place les emprunteurs dans une position inconfortable en période de hausse des taux d'intérêt américains et de dollar fort. Plutôt généralisée, l'augmentation de la dette en dollars ne peut être exclusivement imputée à quelques pays comme la Turquie ou l'Argentine, qui ont vu leur devise s'effondrer en 2018.

Un autre aspect mérite d'être souligné : si les banques demeurent bien entendu les principaux prêteurs, les institutions financières non bancaires comme les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds d'investissement, les hedge funds, les fiducies chinoises, les fonds de private equity, les courtiers, les REIT, les institutions financières captives, les entités ad hoc et d'autres ont récupéré une part du marché. Cette situation a-t-elle renforcé ou fragilisé le système financier ? Sans conteste, un recul de l'endettement du secteur financier constitue, en soi, une évolution encourageante. Cependant, certains « nouveaux acteurs » du marché du crédit sont fortement endettés et moins réglementés (notamment les hedge funds) et nous en savons peu sur leur interdépendance. Les prochaines périodes de tensions sur les marchés financiers pourraient donc voir émerger des dynamiques imprévisibles.

A/ ENDETTEMENT MONDIAL PAR SECTEUR ÉCONOMIQUE

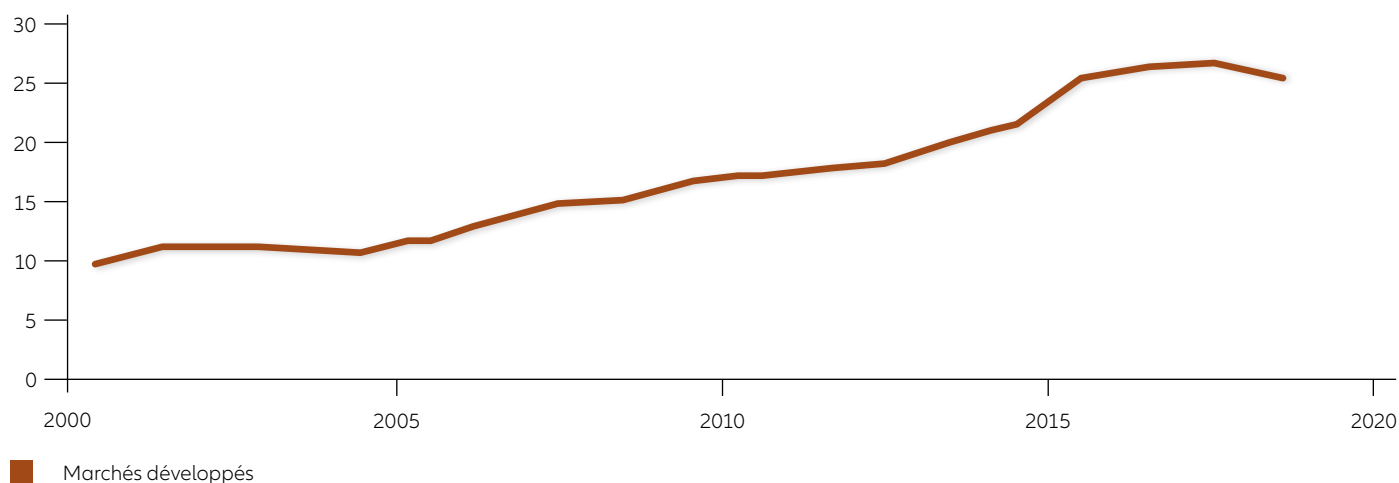
Données exprimées en points de pourcentage



Source : AllianzGI, BRI, Datastream, données au T1 2018

B/ DETTE LIBELLÉE EN DOLLAR US HORS DES ÉTATS-UNIS, EN % DU PIB

Données exprimées en points de pourcentage

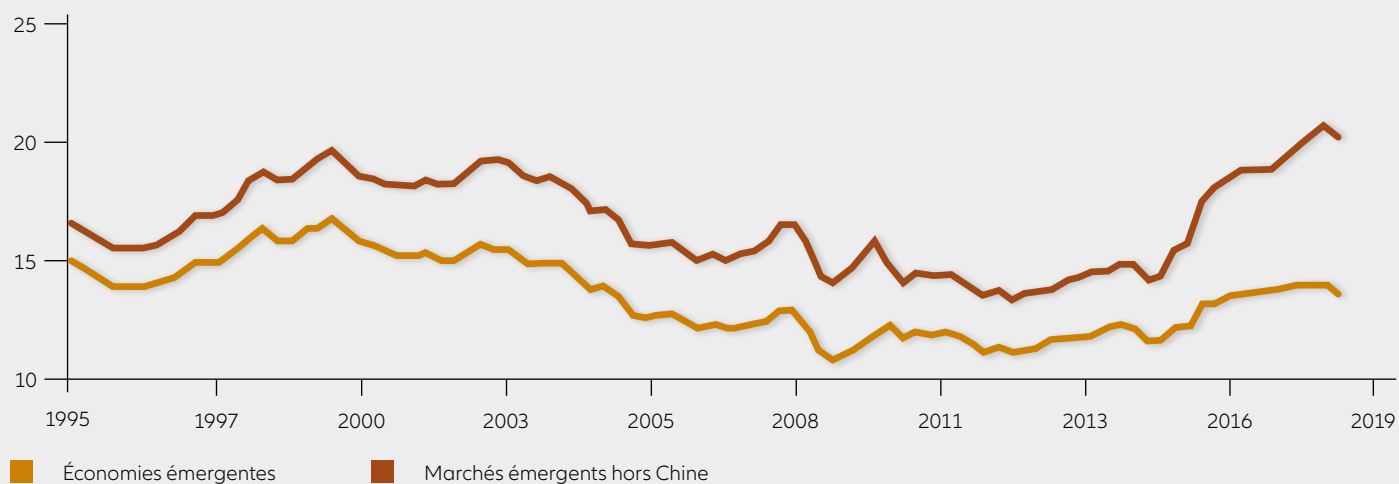


Source : AllianzGI, BRI, FMI, IIF, données au T2 2018

Les ratios dette/PIB en USD tutoient, voire atteignent aujourd'hui des sommets inédits depuis plusieurs décennies dans les marchés développés et émergents.

C/ DETTE ÉMERGENTE LIBELLÉE EN DOLLAR US, EN % DU PIB

Données exprimées en points de pourcentage



Source : AllianzGI, FMI, IIF, données au T2 2018

2/ Où est passé tout cet argent ?

Commençons par examiner le plus grand marché de dette au monde : les États-Unis. Bien que l'endettement ait globalement diminué, la dette du secteur des entreprises non financières a considérablement augmenté pour atteindre 73% du PIB (voir **graphique D/**), soit un niveau similaire au précédent record, atteint en 2009, et nettement supérieur au niveau de 64% observé fin 2006. Cette évolution s'explique dans une large mesure par les rachats d'actions financés par endettement. En période de forte croissance économique et de faibles spreads et taux d'intérêt, la hausse de l'endettement n'était pas problématique. Aujourd'hui, nous approchons de la fin du cycle économique et les spreads se sont élargis depuis le début 2018, dans le sillage des hausses de taux de la Fed et de la volatilité en découlant sur les marchés. Il reste à voir si la récente inflexion de la politique de la Fed, consécutive à une série de données cycliques moins favorables, apaisera les inquiétudes des marchés.

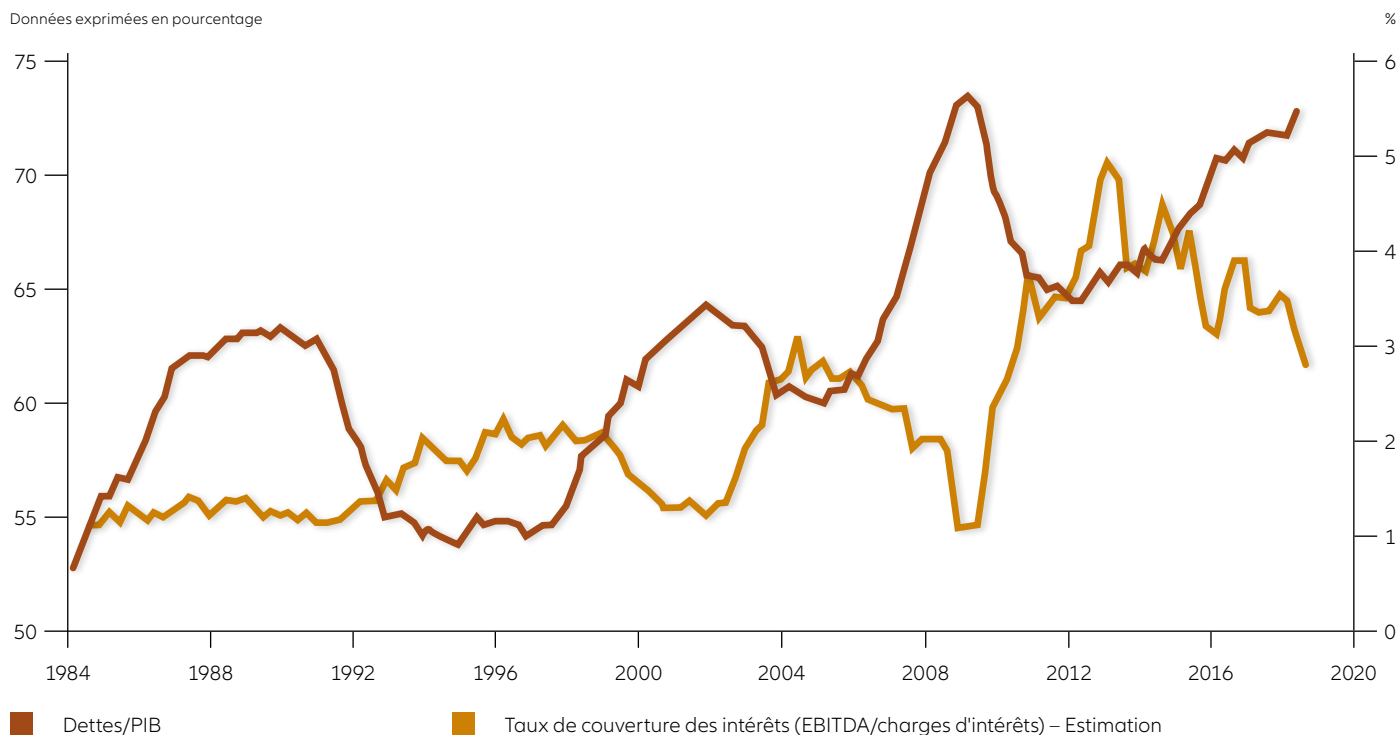
D'une part, le montant de la dette des entreprises américaines a augmenté. Mais parallèlement, la qualité de la dette s'est également détériorée : la part des obligations notées BBB excède actuellement 40% du volume total des obligations en circulation. De plus, le marché des leveraged loans, autrement dit des prêts aux entreprises fortement endettées, est désormais aussi

dynamique qu'en 2006/2007 et plus important que le segment des obligations high yield. Il convient également de noter que les prêteurs sont moins protégés que par le passé. Les prêts dits « covenant-lite » représentent désormais environ 80% de toutes les obligations – un fait que l'ancienne présidente de la Fed, Janet Yellen, a souligné il y a quelques mois.

Dans de nombreuses autres économies, la hausse de l'endettement est associée à un marché immobilier en plein essor. C'est particulièrement vrai pour les pays qui n'ont pas (ou pas sévèrement) été touchés par la Crise financière mondiale. Citons entre autres la Chine, la Turquie, le Mexique, la Malaisie, le Canada, la Suède, la Norvège, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et Hong Kong. Selon nous, cette situation est la conséquence involontaire des politiques monétaires ultra-accommodantes menées aux États-Unis et en Europe : la faiblesse des taux directs des banques centrales et les injections massives de liquidités ont pesé sur les rendements des marchés mondiaux, ce qui a stimulé la demande de crédit et de biens immobiliers dans les économies où le secteur privé n'a pas eu à subir un douloureux ajustement des bilans il y a dix ans.

D/ ENDETTEMENT ET COUVERTURE DES INTÉRÊTS DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER AMÉRICAIN

Données exprimées en pourcentage



Source : AllianzGI, Datastream, données au T3 2018

E/ PERFORMANCE DES PRIX IMMOBILIERS ET ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ

	Évolution de l'endettement réel des entreprises et des ménages au cours des 5 dernières années en % du PIB	Évolution réelle des prix de l'immobilier en %
Espagne	-16	10
Royaume-Uni	6	23
Pays-Bas	9	14
Irlande	32	58
Allemagne	11	18
États-Unis	13	28
Grèce	-13	-17
Japon	1	9
Italie	-7	-15
Israël	22	30
Afrique du Sud	12	1
Corée	26	3
Suède	29	37
Inde	26	23
Australie	21	33
France	18	-2
Suisse	16	13
Russie	15	-33
Canada	26	34
Dinde	80	22
Hong Kong	54	45
Singapour	47	-1
Brésil	-1	-14
Chine	108	30
Belgique	13	4
Nouvelle-Zélande	23	50
Portugal	-15	28
Norvège	8	12
Danemark	-1	24
Mexique	49	11
Hongrie	-9	46
Pologne	29	11
Malaisie	34	17
Thaïlande	30	19
États-Unis 2006	40	53
Royaume-Uni 2007	51	66

■ Ratio Prix immobilier/Loyer ≥ 50% supérieur à la moyenne à long terme

Source : AllianzGI, BRI, Datastream, Statut Q1 2018



3/ Hausse de l'endettement – et alors ?

La question essentielle est la suivante : l'augmentation de l'endettement est-elle problématique et, dans l'affirmative, sous quelles contraintes et dans quelle mesure ? Afin de répondre à cette question, nous ferons appel au concept de « cycles financiers » (CF), formulé par la Banque des règlements internationaux (BRI) après la Crise financière mondiale.

Le CF mesure la santé de l'économie à moyen et long terme à l'aune de la dynamique conjointe de la croissance du crédit (voir **graphique E/**) au sein du secteur privé non financier et des prix immobiliers. Les CF sont nettement plus longs que les cycles économiques, qui saisissent les hauts et les bas du PIB réel. Le CF moyen s'étend sur 16 ans (6 ans de contraction et 10 ans d'expansion), tandis que la durée moyenne d'un cycle économique est de 5 ans (voir **graphique F/**). Techniquement, le CF peut être calculé de différentes manières, qui conduisent toutes à des résultats très similaires. L'approche que nous avons choisie n'est pas parfaitement identique, mais très proche de celle utilisée par la BRI. Nous calculons le score z moyen de l'écart de crédit, autrement dit le ratio dette du secteur privé non financier/PIB par rapport à la tendance, et l'écart des prix immobiliers réels par rapport à la tendance (voir **graphique G/**).

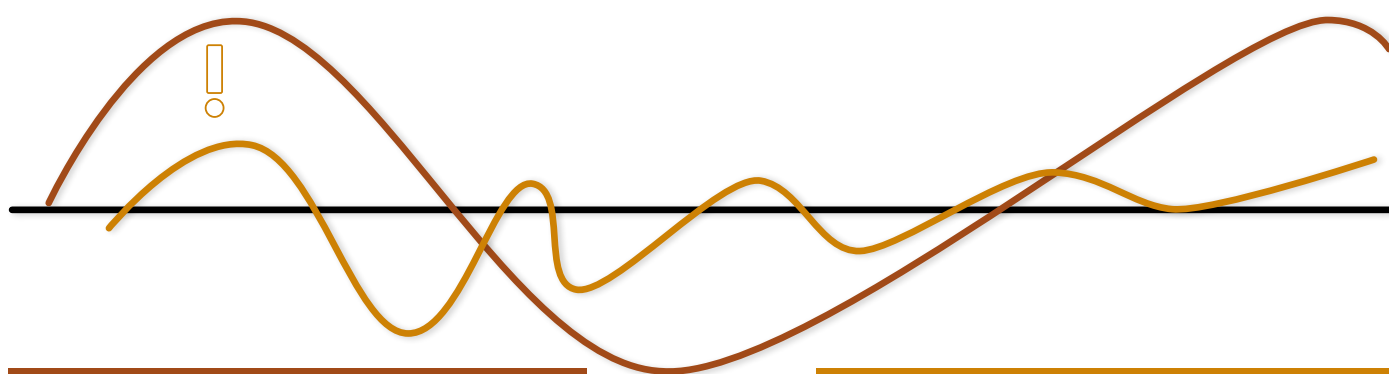
Nos travaux empiriques pour les économies développées et émergentes confirment globalement les résultats de la BRI pour un échantillon plus restreint (voir **graphique H/**).

En période d'expansion du CF, c'est-à-dire lorsque les prix immobiliers et l'endettement du secteur privé augmentent, les économies ont tendance à bénéficier d'un contexte structurellement favorable. Il convient de noter qu'un CF en expansion n'exclut pas les récessions. Toutefois, comparativement aux périodes de contraction du CF, les récessions sont moins probables, moins marquées et moins longues. Cela se comprend de manière intuitive : alors qu'elles constituent souvent le bien le plus important d'un ménage, les maisons sont généralement financées par l'emprunt. En conséquence, un CF en expansion indique une amélioration des bilans des ménages et une expansion générale de l'économie. La récession peu marquée enregistrée par les États-Unis en 2001 constitue un bon exemple de récession en période d'expansion cyclique. Inversement, lorsque les prix de l'immobilier baissent et que les banques freinent la croissance du crédit, autrement dit en période de contraction du CF, les récessions ont tendance à être longues et marquées. À cet égard, la Crise financière mondiale est la version la plus sévère d'une récession en période de contraction du CF (nous avons analysé la relation entre les CF et les récessions uniquement pour les marchés développés).

Une autre constatation importante s'impose : aux alentours du pic du CF, il existe une probabilité d'environ 2/3 qu'un pays soit confronté à une crise financière, que cette dernière prenne la forme d'une crise bancaire, d'une crise de la dette souveraine ou d'une crise de change. Parmi les 36 crises que nous avons identifiées, toutes sauf deux se sont produites à proximité du pic du CF dans le pays concerné.

F/ CYCLE FINANCIER ET CYCLE ÉCONOMIQUE – QUELQUES OBSERVATIONS

CYCLE FINANCIER ET CYCLE ÉCONOMIQUE : LES FAITS



Cycle financier	
durée	16 ans
contraction	6 ans
probabilité de crise au pic du CF	env. 70%
crise précédée par un pic du CF	>95%

Cycle économique (PIB)	
durée	5 ans
contraction	1 an
récession et contraction du CF	–3.4%; 11 trim.
récession et expansion du CF	–2.8%, 6 trim.



Les pics du CF constituent des signaux d'alerte pour les crises à venir, tandis que la croissance du PIB est généralement plus stable en période d'expansion du CF.

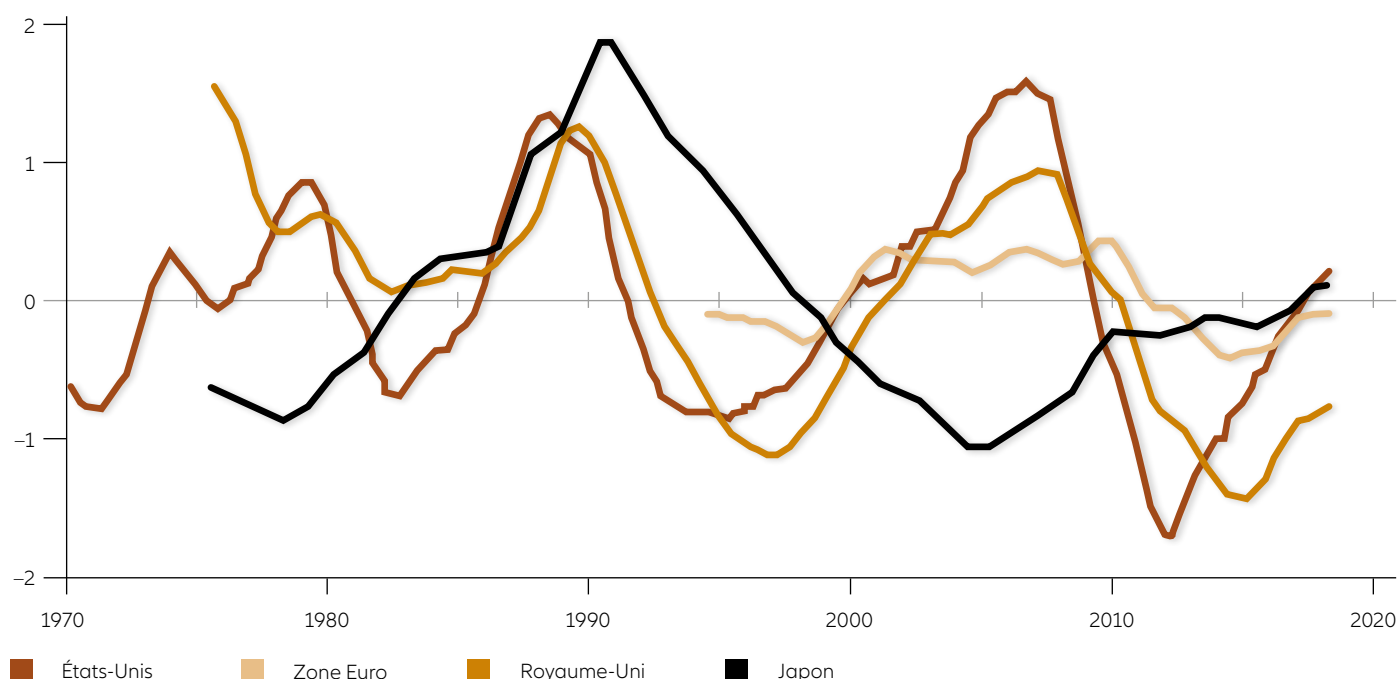
Source : AllianzGI, BRI, The Economist, OCDE, Datastream, FMI

Légende : le cycle financier est calculé à partir du score z moyen du ratio dette privée non financière/PIB (écart de crédit) et des prix immobiliers réels par rapport à la tendance. Calculs du CF pour 14 économies développées (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Espagne, Portugal, Suisse, Suède, Norvège, Japon, Australie, Nouvelle-Zélande) et 12 (anciennes) économies émergentes (Brésil, Mexique, Turquie, Israël, Russie, Chine, Corée, Malaisie, Thaïlande, Inde, Singapour, Hong Kong) depuis les années 1970 ou après, selon les données disponibles. Analyse du cycle économique uniquement pour les économies développées. Les données sur les récessions survenues à différents stades du cycle financier indiquent la variation moyenne du PIB réel d'un pic à un creux, ainsi que le nombre moyen de trimestres durant lesquels le PIB demeure inférieur au pic du cycle précédent.

Croissance de l'endettement

G/ CF EN EXPANSION DANS LES GRANDES ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

Données exprimées en points de pourcentage



Source : AllianzGI, BRI, Datastream, données au T1 2018

Légende : le cycle financier est calculé à partir du score z moyen du ratio dette privée non financière/PIB (écart de crédit) et des prix immobiliers réels par rapport à la tendance. Le cycle financier des groupes de pays correspond à la moyenne pondérée par le PIB des cycles financiers individuels ; Europe = DEU, FRA, ITA, SPA, NET, POR, IRE ; Marchés développés ouverts mineurs = CAN, SWE, CHE, NOR, AUS, NZL ; Tigres asiatiques = HKG, SGP, KOR, THA ; Autres marchés émergents majeurs = BRA, MEX, RUS, TUR, ISR, ZAF, IND

4/ À quel stade se situent actuellement les CF dans le monde ?

Au sein des économies développées à l'origine de la Crise financière mondiale (États-Unis, Royaume-Uni, zone euro) ou l'ayant subie de plein fouet (Japon), le CF est en expansion. Il en va de même pour la Nouvelle-Zélande. Bien que nous ne puissions exclure une récession aux États-Unis, en Europe ou au Japon au cours des deux prochaines années (certains de nos modèles indiquent un risque de récession croissant), toute récession éventuelle sera probablement modérée. En revanche, il est nécessaire de garder à l'esprit que la politique monétaire est à court de munitions, les taux nominaux et réels des banques centrales étant encore bas dans les principales économies développées. En outre, il serait techniquement et juridiquement très compliqué de gonfler à nouveau les bilans des banques centrales. Sans compter que la marge de manœuvre dont dispose la politique budgétaire pour prendre le relais est également limitée, en raison du niveau déjà élevé de la dette publique.

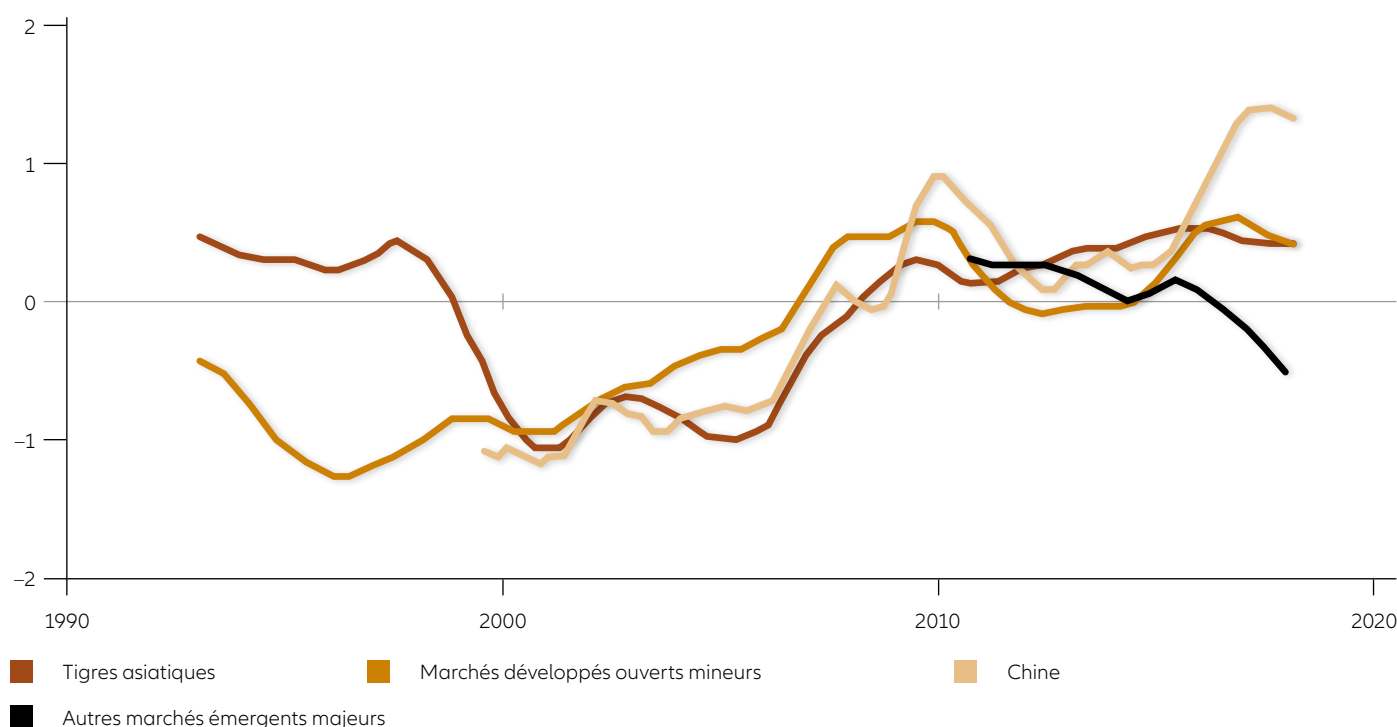
À l'inverse, le CF approche ou a déjà atteint des sommets dans plusieurs économies asiatiques, dont la Chine, ainsi que dans des économies développées ouvertes mineures

ayant échappé aux répercussions de la Crise financière mondiale il y a dix ans, parmi lesquelles le Canada, l'Australie, la Norvège et la Suisse. Dans plusieurs pays émergents majeurs (Brésil, Russie, Inde, Turquie), ainsi qu'en Suède, le CF est clairement en contraction. Nous anticipons donc des difficultés structurelles pour la croissance économique dans les pays susmentionnés. En outre, ces pays sont confrontés à des risques accrus de tensions au sein du système financier.

En conclusion : des niveaux d'endettement élevés demeurent une source importante de risque pour la croissance et les marchés financiers, ce qui justifie une gestion des risques appropriée et une couverture des risques extrêmes. Néanmoins, par rapport à la situation antérieure à la Crise financière mondiale, le CF est aujourd'hui solide dans les grandes économies développées, ce qui nous rassure dans une certaine mesure.

H/ PIB OU CONTRACTION DU CF DANS CERTAINS MARCHÉS DÉVELOPPÉS ET ÉMERGENTS

Données exprimées en points de pourcentage



Source : AllianzGI, BRI, Datastream, données au T1 2018

Légende : le cycle financier est calculé à partir du score z moyen du ratio dette privée non financière/PIB (écart de crédit) et des prix immobiliers réels par rapport à la tendance. Le cycle financier des groupes de pays correspond à la moyenne pondérée par le PIB des cycles financiers individuels ; Europe = DEU, FRA, ITA, SPA, NET, POR, IRE ; Marchés développés ouverts mineurs = CAN, SWE, CHE, NOR, AUS, NZL ; Tigres asiatiques = HKG, SGP, KOR, THA ; Autres marchés émergents majeurs = BRA, MEX, RUS, TUR, ISR, ZAF, IND

Néanmoins, par rapport à la situation antérieure à la Crise financière mondiale, le CF est aujourd'hui solide dans les grandes économies développées, ce qui nous rassure dans une certaine mesure.

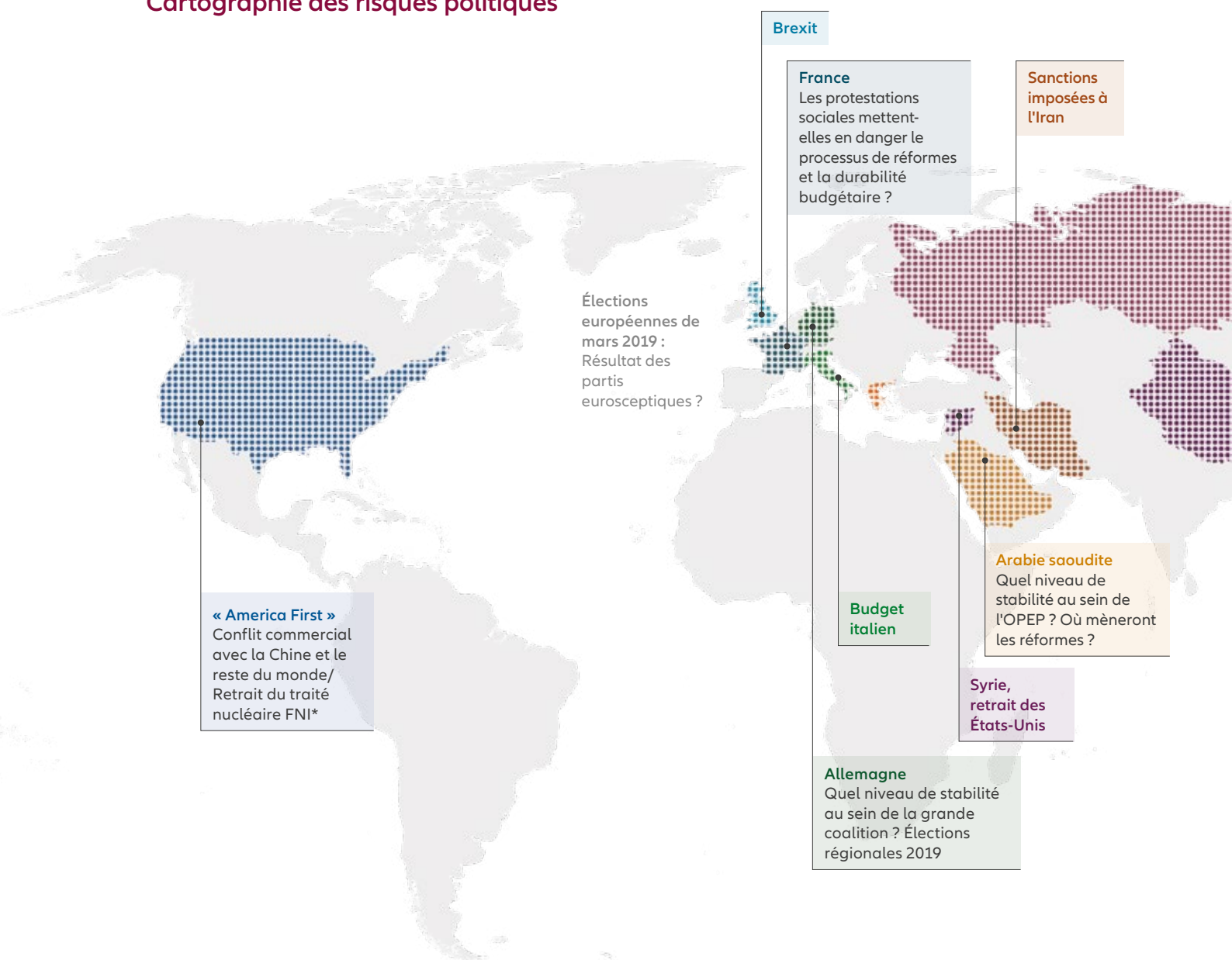


Stefan Hofrichter, Global Head of Economics and Strategy, Allianz Global Investors

Revue 2019 des marchés financiers

Notre revue des marchés financiers vous offre un bref aperçu du scénario macroéconomique de référence. Nous nous penchons par ailleurs sur la cartographie des risques politiques pour vous dévoiler les poudrières existantes et potentielles.

Cartographie des risques politiques



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DE RÉFÉRENCE

1/ ÉCONOMIE

Phase de reflation de fin de cycle – économie mondiale de plus en plus clivée parmi les régions et les secteurs – la chute des prix du pétrole soutient la consommation

2/ MARCHÉ DE L'EMPLOI

Le chômage recule encore à l'échelle mondiale – baisse marquée du sous-emploi dans la zone euro – le taux de chômage de la zone euro correspond au « NAIRU » – pression salariale en hausse progressive

3/ ÉVOLUTION DES PRIX

L'effet de base des fluctuations des cours des matières premières (et de l'énergie en particulier) déterminera l'évolution en 2019 également – l'inflation globale devrait se replier dans les prochains mois – inflation sous-jacente relativement stable

4/ POLITIQUE MONÉTAIRE

La divergence de politique monétaire restera d'actualité en 2019 – deux interventions sur les taux de la part de la Fed en 2019 – pas de relèvement de la part de la BCE jusqu'à mi-2019 – la BoJ maintient ses politiques expansionnistes – la politique de la BoE dépendra des décisions relatives au Brexit – la PBoC sur la voie de l'expansion – les autres banques centrales se dirigent vers une normalisation

5/ POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Les répercussions expansionnistes de la réforme fiscale aux États-Unis s'essouffent – E. Macron contraint aux concessions face aux protestations – déficit français supérieur à 3% en 2019 – conflit entre Rome et Bruxelles désamorcé pour l'instant – que se passera-t-il en cas de récession mondiale ?

6/ FACTEURS DE RISQUE

Autocratie accrue – guerre commerciale – conflits en Ukraine, au Moyen-Orient, en Corée du Nord et en Catalogne – Brexit – plafond de la dette/shutdown du gouvernement aux États-Unis – mouvements nationalistes/ crise des migrants dans l'UE – crise de la dette

Conflit russo-ukrainien
Violation du traité nucléaire FNI et armement ?

Chine :
Quel niveau de stabilité pour la conjoncture ? La nouvelle route de la soie, un facteur géopolitique de plus dans l'équation.

Source : AllianzGI Economics and Strategy. Au mois de mars 2019.

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.

*) Le traité nucléaire FNI (« Forces nucléaires à portée intermédiaire ») conclu entre les États-Unis et la Russie vise le démantèlement des missiles nucléaires à portée intermédiaire. Source : AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research



Comment Allianz Global Investors utilise l'intelligence artificielle dans les processus d'investissement actif.

AUTEUR: THOMAS ZIMMERER

Vous désirez surperformer le marché et améliorer les résultats de vos portefeuilles ? L'intelligence artificielle et l'apprentissage automatique intégrés dans les processus d'investissement actif d'Allianz Global Investors confèrent aux experts en investissement un avantage décisif en matière d'information.

1/ La transformation numérique du secteur financier

Personne ne peut échapper à l'évolution imposée par les technologies numériques. Le secteur financier mobilise d'importantes ressources pour faire face à cette transformation numérique. La priorité, pour les gestionnaires d'actifs, est de savoir comment l'intelligence artificielle (IA), l'apprentissage automatique et les sources de données alternatives telles que les médias sociaux, les moteurs de recherche sur Internet, l'actualité, les blogs ou les images satellites peuvent être utilisés pour surperformer le marché et améliorer les résultats de leurs portefeuilles.

Afin de surperformer le marché, les experts en investissement devront être à même de tirer des conclusions complexes, qu'ils utiliseront ensuite pour développer un avantage informationnel par rapport à l'ensemble du marché. Les nouvelles technologies permettent de tirer profit du traitement et de l'interprétation des données et d'optimiser les évaluations de marché. Chez Allianz Global Investors, cette démarche est au cœur des préoccupations du groupe de travail sur la transformation numérique.

2/ L'intelligence artificielle repose sur le traitement d'énormes volumes de données

Une mise en œuvre efficace de l'intelligence artificielle s'appuiera sur deux facteurs essentiels. Le premier est que nous sommes désormais en mesure de traiter et d'évaluer des quantités de données considérables grâce à l'énorme puissance de calcul des ordinateurs modernes. Nous faisons ici référence au « big data », sur lequel s'appuient les algorithmes d'auto-apprentissage. Plus ces derniers reçoivent de données, plus ils deviennent puissants. Le deuxième facteur, par extension, concerne l'apprentissage automatique. Chez Allianz Global Investors, les stratégies « actions » et multi asset montrent comment ces deux facteurs peuvent être intégrés dans les processus d'investissement actif.

Au sein de la classe d'actifs « actions », l'intelligence artificielle est essentiellement utilisée dans le cadre de la plateforme de données fondamentales et de l'investissement factoriel. Allianz Global Investors a d'ores et déjà intégré l'apprentissage automatique dans plusieurs processus d'investissement factoriel, bien qu'à ce jour le traitement et l'évaluation du « big data » n'occupent encore qu'une place limitée. Dans ce domaine, un énorme potentiel reste à exploiter. Actuellement, les efforts se concentrent également sur le traitement du langage naturel (TLN) et l'extraction d'informations à partir de

données non structurées, telles que les nouvelles ou les rapports d'activité et de recherche des analystes sell-side. Les experts en investissement explorent différents domaines d'application, afin d'appuyer plus efficacement la recherche quantitative et fondamentale, mais aussi les processus d'investissement.

Dans le cas des stratégies multi asset, le recours à l'intelligence artificielle vise à tirer profit des nouvelles technologies pour, d'une part, évaluer de plus grandes quantités de données et, d'autre part, concevoir des portefeuilles plus efficaces grâce à l'apprentissage automatique. En outre, Allianz Global Investors compte exploiter le potentiel de l'intelligence artificielle dans la reconnaissance de formes pour détecter plus rapidement toute anomalie dans ses grandes bases de données. L'optimisation et l'automatisation des processus, qui permettront de se concentrer sur la génération de nouvelles idées, constituent d'autres objectifs essentiels. À terme, toutes les données devraient être regroupées sur un site central où elles seront disponibles pour toutes les classes d'actifs, afin d'éviter la multiplication inutile des efforts.

3/ Les technologies modernes améliorent la qualité des prévisions

Les données, concernant par exemple les tendances macroéconomiques, sont en principe disponibles pour tout gestionnaire d'actifs préparant des publications sur l'évolution des marchés à moyen terme. Le groupe de travail sur la transformation numérique d'Allianz Global Investors étudie notamment comment les données haute fréquence peuvent être utilisées pour améliorer la qualité des prévisions à court terme, à l'aide des nouvelles technologies et de sources de données alternatives. Le dynamisme actuel des marchés de capitaux incite les experts en investissement à rechercher en permanence des méthodes plus flexibles, permettant de mieux

exploiter la volatilité des marchés et de concevoir des portefeuilles plus robustes.

Alors que la transformation numérique ne fait que commencer dans le secteur financier, elle est déjà bien engagée dans d'autres industries, par exemple sur le segment des voitures sans conducteur. Les exemples fournis par les autres secteurs ont généralement un impact positif sur le développement de l'apprentissage automatique. La gestion d'actifs est également susceptible d'en bénéficier.

4/ Différentes start-ups s'affrontent lors du hackathon organisé par Allianz Global Investors

Afin de mesurer le niveau actuel de développement des technologies d'IA, Allianz Global Investors a organisé en novembre 2018 un concours, le premier Allianz Global Investors Hackathon, au cours duquel quatre entreprises de Bangalore, Milan, Londres et New York se sont affrontées pour résoudre le même problème. Aujourd'hui, la plupart des entreprises affirment travailler de manière intensive sur l'apprentissage automatique et les technologies apparentées. On constate également que certaines start-ups se concentrent exclusivement sur ce type de services. Dans cet environnement, le hackathon a offert une occasion unique de les voir à l'œuvre, dès lors que certaines de ces entreprises ont appliqué leurs technologies dans des conditions réelles.

Cet événement a joué le rôle de catalyseur, en permettant à nos équipes d'envisager l'IA dans un contexte plus large. Il a également permis à Allianz Global Investors d'approfondir sa compréhension du sujet et de réaliser des progrès décisifs sur les projets lancés ces derniers mois. L'objectif initial du hackathon n'était pas de fournir des solutions clés en main, mais plutôt de stimuler la recherche et le développement au sein de l'entreprise. À cet égard, il était important d'évaluer les résultats de manière réaliste, notamment parce que la recherche dans de nouveaux

domaines ne progresse jamais de manière rectiligne. Le hackathon a montré comment l'entreprise pouvait aborder un problème unique selon des voies très diverses.

Allianz Global Investors privilégie systématiquement une approche active, non seulement lors de cet événement, mais aussi dans un sens plus large. En conséquence, lors de l'intégration de l'intelligence artificielle dans les processus d'investissement, toutes les actions entreprises doivent conduire à des décisions ou à des évaluations par les experts en investissement, qui différencient l'entreprise du marché, conformément à notre philosophie « Active is ». En résumé, l'IA fournit à Allianz Global Investors des analyses complémentaires à partir de données complexes, permettant de créer des portefeuilles distincts d'un portefeuille de marché. À cela s'ajoute l'évolutivité : grâce à un système complexe travaillant en arrière-plan, l'apprentissage progresse au fur et à mesure que la quantité de données augmente. Cette évolution correspond à une industrialisation de l'alpha, autrement dit de la surperformance d'un fonds par rapport à son indice de référence. Elle est incontournable pour un gérant moderne et actif, souhaitant rester compétitif dans les cinq à dix prochaines années.

5/ L'interaction entre l'homme et la machine est essentielle

L'approche « Active is » est également génératrice de potentiel pour le client. En effet, les experts en investissement souhaitent utiliser les nouvelles technologies pour donner aux clients un accès optimisé aux produits et solutions d'Allianz Global Investors, y compris via les canaux numériques. Cela étant dit, les avantages économiques découlant de l'utilisation de l'IA dans les processus d'investissement actif ne devraient pas entraîner de réductions de postes dans le

cadre de la transformation numérique. S'il est vrai que l'évolutivité des nouvelles technologies permet un déploiement plus efficace du personnel, elle ne doit pas se résumer à un choix entre les hommes et les machines, mais plutôt à une interaction intelligente entre les deux. Le recours aux technologies de pointe devrait accorder aux collaborateurs d'Allianz Global Investors plus de temps pour se concentrer sur les idées de demain.

S'il est vrai que l'évolutivité des nouvelles technologies permet un déploiement plus efficace du personnel, elle ne doit pas se résumer à un choix entre les hommes et les machines, mais plutôt à une interaction intelligente entre les deux.



Thomas Zimmerer, Global Co-Head Multi Asset, Allianz Global Investors

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE :

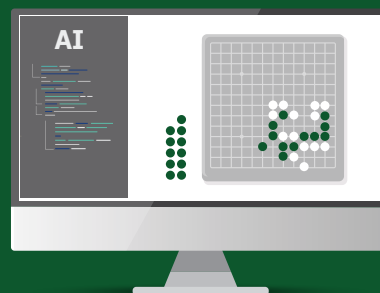
Comment la révolution de l'intelligence artificielle refaçonne notre existence

L'intelligence artificielle surpasse maintenant le cerveau humain, nous permettant de franchir de nouvelles frontières qui seraient sinon restées inaccessibles.

Plus puissant que le cerveau humain

MAI 2017

Un programme d'intelligence artificielle sachant reproduire l'intuition, l'instinct et la capacité d'apprentissage de l'homme a battu le n° 1 mondial du jeu de Go. Ce jeu de stratégie d'origine chinoise se distingue par sa complexité et un nombre incalculable de possibilités de déplacement.



Le pouvoir de suggestion

COMMERCE

Les supermarchés recourent à la reconnaissance faciale pour accueillir les clients dans leurs magasins et anticiper les commandes.

Des cartes de courses intelligentes pourraient prochainement assurer une livraison directe aux voitures des clients et communiquer avec des drones pour simplifier la livraison à domicile.



MUSIQUE

À partir d'un catalogue de plusieurs millions de morceaux de musique, un nouveau système audio doté d'intelligence émotionnelle utilise une technologie d'analyse vocale combinée aux préférences musicales de l'utilisateur pour diffuser la musique correspondant parfaitement à votre humeur.



Collecte de données

TRANSPORT

Des millions de km de données de conduite sont collectés chaque jour par la première application mondiale de transport pour contribuer au développement des voitures autonomes et des services de mobilité.



2 800 mds EUR 
montant des dépenses en services de parking estimé en agrégé pour les consommateurs en 2025.

842 mds EUR 

Le montant auquel cela pourrait être ramené grâce à l'utilisation de services de mobilité tels que le covoiturage.

15-20%

du total des km parcourus en voiture devrait être assuré par des services de mobilité (par ex., covoiturage) d'ici 2030.

Optimisation et évolutivité

SANTÉ

Dans le secteur de la santé, l'intelligence artificielle trouve application au niveau des diagnostics, de la rééducation physique et de la chirurgie. Les robots sont capables de réaliser des incisions avec plus de précision que des hommes armés de scalpels. Les interventions chirurgicales deviennent moins invasives, accélèrent la convalescence et réduisent les frais d'hospitalisation.

DROIT

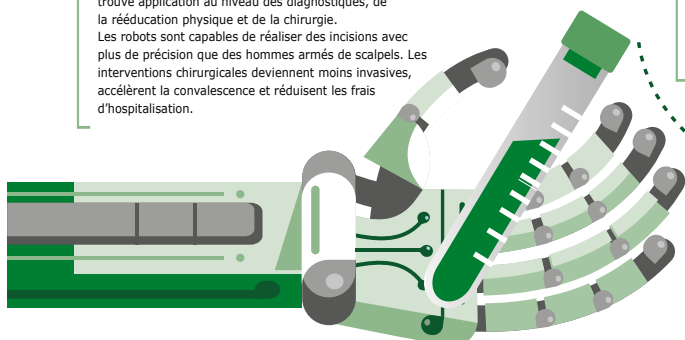
Un système d'intelligence artificielle a été développé à partir d'une technique de traitement du langage pour analyser et répondre à des questions d'ordre juridique, en une fraction du temps normalement nécessaire aux avocats.



Le système passe en revue l'intégralité du corpus législatif et assure la veille de tout changement ou évolution susceptible d'affecter l'issue des dossiers en cours.

9,35 mds EUR

Valeur actuelle de l'industrie de la robotique médicale





10 ans plus tard : perspectives pour une gestion des risques viable

AUTEUR: PROF DR THOMAS G. STEPHAN

Lorsque la société Lehman Brothers a été contrainte de se déclarer en faillite, le matin du 15 septembre 2008, la tempête qui soufflait sur les marchés financiers mondiaux depuis 2007 (déclenchée par les crédits « subprime » américains) s'est transformée en véritable ouragan. Des institutions telles que Fannie Mae, Freddy Mac et AIG – première compagnie d'assurance mondiale à l'époque – se sont effondrées et ont nécessité un plan de sauvetage public. En 2009, le FMI estimait que les banques américaines et européennes avaient subi des pertes liées aux prêts et actifs toxiques dépassant 1 000 mds USD entre 2007 et septembre 2009 et que ce chiffre serait multiplié au moins par deux en 2010.

Toujours en 2009, rares étaient les prévisionnistes professionnels conscients qu'au mois de mars, l'indice MSCI World avait entamé la plus longue phase de hausse de son histoire, phase de hausse qui dépasse aujourd'hui 10 ans. Des évolutions considérables ont été observées au cours de cette décennie, non seulement dans la politique des banques centrales, mais aussi dans l'architecture du système financier mondial. Comment les approches de gestion des risques ont-elles évolué dans le secteur de l'investissement au cours de cette période, et quels sont les défis qui nous attendent dans les prochaines années ?

1/ Perspective n° 1 : Le plus important risque à long terme est de ne prendre aucun risque

Après une décennie de politiques non orthodoxes menées par les banques centrales, les placements obligataires défensifs n'offrent aux investisseurs qu'une faible protection contre la reprise de l'inflation. Dans la grande majorité des pays développés, les rendements réels des emprunts d'État sont négatifs, même sur les échéances longues (voir [graphique A](#)).

Les investisseurs institutionnels d'Europe continentale, qui investissaient traditionnellement massivement dans des obligations défensives, se sont orientés de manière croissante vers les obligations d'entreprises et d'autres

segments des marchés de spread, ainsi que vers les placements alternatifs, afin de satisfaire durablement à leurs obligations de long terme. Pour certains groupes d'investisseurs, les investissements stratégiques sur les marchés d'actions ont également constitué des instruments appropriés, leur permettant de bénéficier de primes de risque. En cas de nouvelle crise sur les marchés, cette orientation stratégique augmentera les risques encourus par ces investisseurs. D'où la nécessité stratégique d'une gestion des risques efficace, permettant d'éviter de surtaxer la prise de risque des investisseurs institutionnels.

2/ Perspective n° 2 : La liquidité du marché est centrale, mais elle n'est pas constante

La phase critique de la Grande crise financière a débuté le 9 août 2007, lorsque BNP Paribas a gelé trois de ses fonds monétaires afin d'empêcher les rachats. Après avoir initialement frappé les ABS, la crise de liquidité s'est progressivement étendue aux marchés des obligations d'entreprises. Pendant une courte période englobant les mois de septembre et octobre 2008, il est même devenu difficile de négocier les emprunts d'État européens. En revanche, les marchés à terme (« futures ») d'actions et d'obligations ont continué à offrir une certaine liquidité aux investisseurs, y compris durant l'automne 2008. À cet égard, la position des investisseurs en matière de gestion des risques demeure viable, à condition qu'ils soient en mesure d'utiliser toute la gamme des instruments financiers.

Cependant, l'architecture financière a profondément changé au cours de la décennie qui a suivi la crise financière. En raison du pourcentage croissant de transactions liées à des algorithmes électroniques, de la fragmentation des volumes de trading sur les plateformes de négociation électroniques alternatives et du succès constant des investissements passifs s'appuyant sur des ETF, rien ne garantit la disponibilité d'une liquidité suffisante pour affronter la prochaine crise. Le krach éclair du 6 mai 2010 a mis en évidence l'impact dramatique que peuvent avoir les ordres de vente déclenchés électroniquement (ordres artificiels) : l'indice S&P 500 a chuté de près de 6% en quelques minutes, tandis que certaines actions individuelles ont momentanément perdu plus de la moitié de leur valeur de marché.

Même les marchés les plus liquides au monde sont vulnérables à des distorsions aggravées de façon exponentielle par les algorithmes. Le marché des obligations d'entreprises et les autres marchés de spread, sensiblement moins liquides, sont d'autant plus concernés par ces phénomènes : en raison de la demande stratégique des investisseurs institutionnels et du soutien apporté par les achats des banques centrales, la liquidité du marché des obligations d'entreprises n'a guère été mise à l'épreuve depuis des années. Réalisée en 2015, une étude très sérieuse de PwC sur la liquidité mondiale pointait déjà le recul de la liquidité observé après 2010, notamment sur le marché des obligations d'entreprises. Sur le segment des obligations d'entreprises européennes, par exemple, le volume des transactions a chuté de 45% entre 2010 et 2015. La réduction des positions de trading des banques d'investissement constitue un indicateur supplémentaire de la diminution de la liquidité du marché : à titre d'exemple, les portefeuilles de trading d'obligations d'entreprises américaines ont diminué de près de 60% entre 2008 et 2015.

Conclusion : l'architecture financière a considérablement changé depuis 2008. En matière de gestion des risques, cette évolution met en lumière certaines classes d'actifs, notamment les produits dérivés, qui offrent une grande liquidité grâce à des systèmes de trading électronique efficaces.



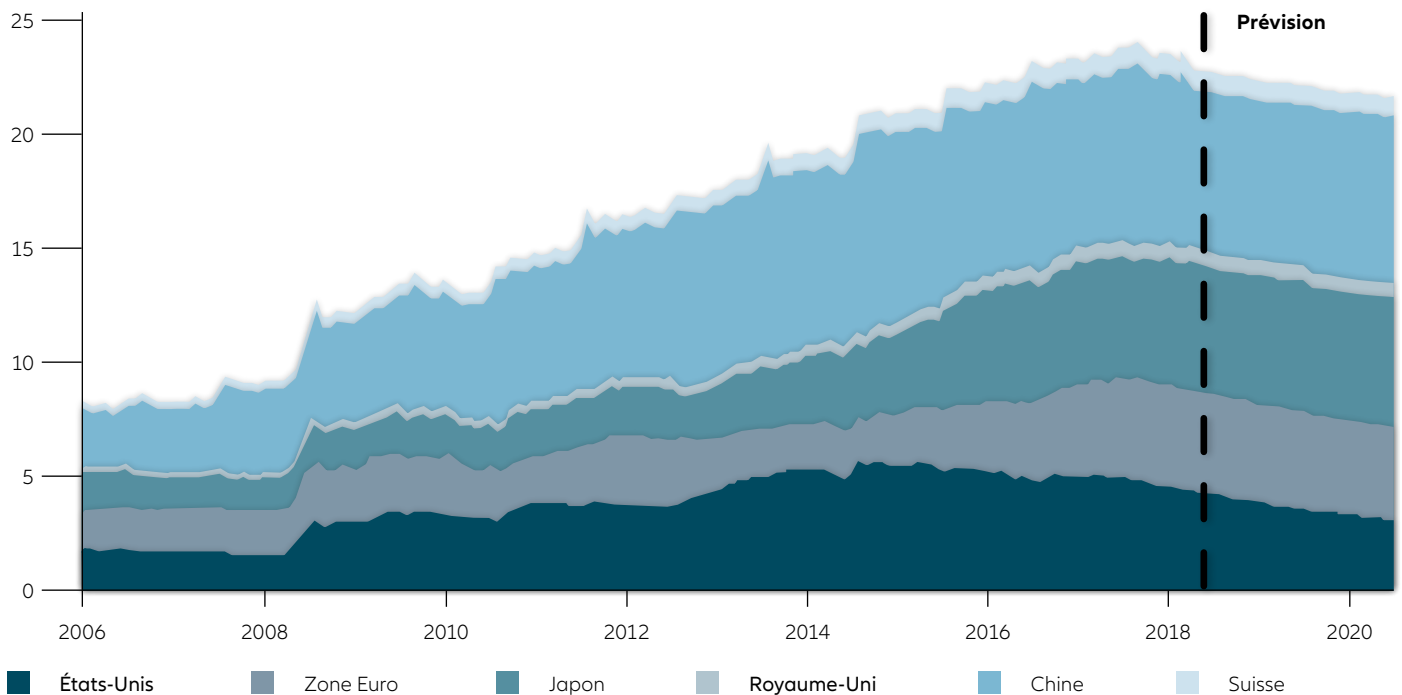
A/ RENDEMENTS RÉELS DES EMPRUNTS D'ÉTAT GÉNÉRIQUES

	3M	1A	2A	3A	4A	5A	6A	7A	8A	9A	10A	15A	20A	30A
Allemagne	-2,88	-2,78	-2,82	-2,79	-2,69	-2,57	-2,48	-2,38	-2,27	-2,16	-2,03	-1,76	-1,59	-1,40
France	-3,06	-2,83	-2,68	-2,53	-2,37	-2,20	-2,13	-1,97	-1,82	-1,74	-1,55	-1,12	-0,99	-0,60
Italie	-1,66	-1,22	-1,16	-0,58	-0,25	0,15	0,41	0,67	0,66	-0,88	1,09	1,39	1,67	1,90
Pays-Bas	-2,65		-2,46	-2,40	-2,26	-2,12	-1,96	-1,83	-1,71	-1,58	-1,48			-0,96
Belgique	-3,70	-3,44	-3,44	-3,32	-3,19	-2,95	-2,84	-2,66	-2,48	-2,32	-2,19	-1,74	-1,44	-1,17
Autriche		-2,75	-2,84	-2,82	-2,63	-2,53	-2,38	-2,22	-2,05	-1,97	-1,88	-1,41		-1,03
Finlande		-1,96	-1,91	-1,89	-1,75	-1,60	-1,52	-1,31	-1,23		-0,92	-0,56		-0,33
Suisse		-1,92	-1,75	-1,79	-1,70	-1,63	-1,52	-1,44	-1,38	-1,32	-1,25	-0,89	-0,75	-0,63
Suède	-2,55		-2,51		-2,34	-2,17		-2,00			-1,70			
Danemark	-1,27		-1,29			-0,98					-0,55			
Royaume-Uni	-1,68	-1,65	-1,68	-1,69	-1,65	-1,56	-1,51	-1,47	-1,40		-1,20	-0,96	-0,71	-0,62
États-Unis	0,23	0,40	0,30	0,27		0,30		0,36			0,46			0,79
Japon	-0,95	-0,98	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,92	-0,87	-0,80	-0,56	-0,31	-0,08

Source : Bloomberg, AllianzGI, inflation des prix à la consommation par pays, IPCH pour les pays de la zone euro, données au 01/02/2019.
Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Même les marchés les plus liquides au monde sont vulnérables à des distorsions aggravées de façon exponentielle par les algorithmes. Le marché des obligations d'entreprises et les autres marchés de spread, sensiblement moins liquides, sont d'autant plus concernés par ces phénomènes.

B/ BASE MONÉTAIRE AGRÉGÉE EN % DU PIB MONDIAL



Source : Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg (données au mois de décembre 2018)



3/ Perspective n° 3 : En 2019, l'économie mondiale et les marchés financiers sont à la croisée des chemins

L'économie mondiale connaît sa neuvième année de reprise généralisée. Toutefois, la dynamique de croissance a sensiblement ralenti. Même les bases du marché boursier américain, stimulé par la réforme fiscale de Donald Trump, s'avèrent de plus en plus chancelantes, comme le montre la valorisation du S&P 500 selon le ratio cours/bénéfice ajusté du cycle (« CAPE »). Avec un CAPE supérieur à 30, la valorisation du marché boursier américain a atteint en 2018 un niveau similaire à celui précédant la crise économique mondiale des années 1930. Le niveau de 30 n'a été largement dépassé qu'en l'an 2000, à un moment désormais considéré comme le point culminant de la bulle technologique.

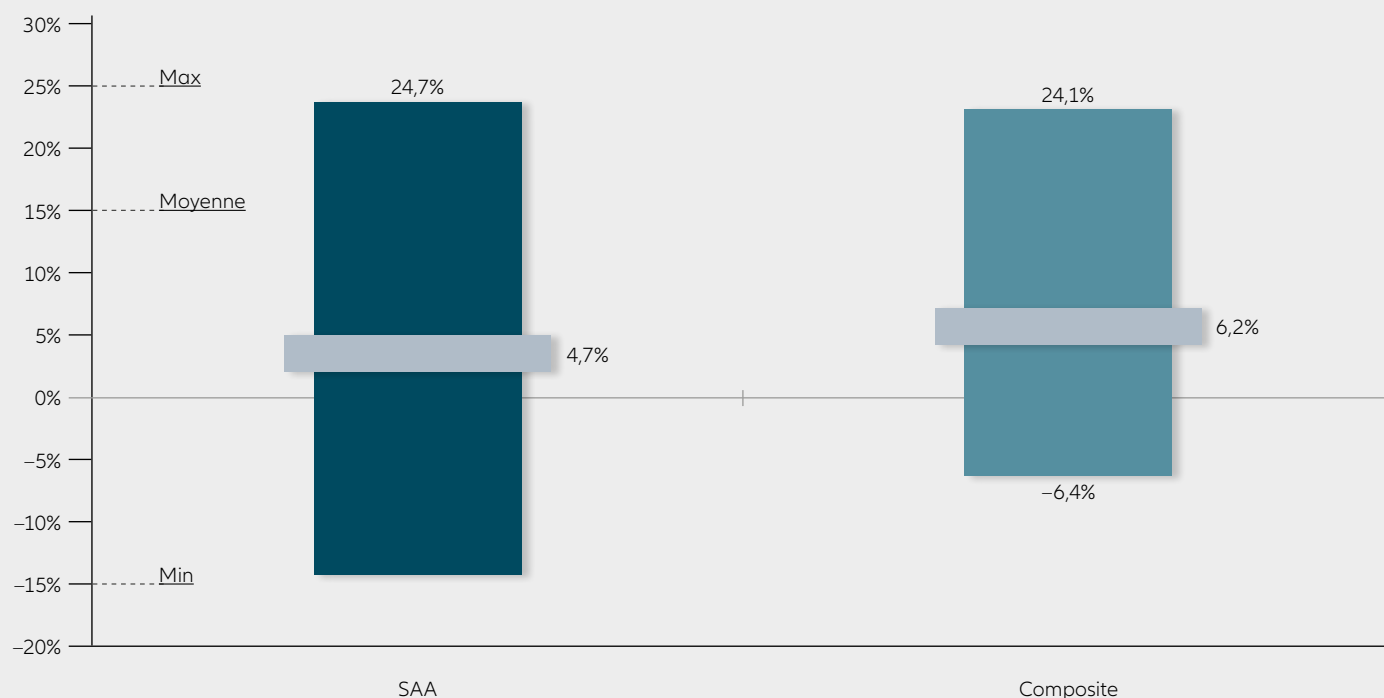
Le niveau de l'endettement mondial représente un frein supplémentaire à la croissance économique : dans le sillage de la crise financière de 2008, la dette publique a

considérablement augmenté, tandis que le secteur privé n'est pas parvenu à réduire son endettement. Dans le cas de la Chine, le secteur privé est le principal responsable d'une augmentation historiquement rapide du ratio d'endettement au cours de la décennie écoulée.

La valorisation absolue élevée des marchés boursiers et l'expansion des niveaux d'endettement mondiaux ne sont en rien irrationnelles. Elles reflètent simplement la politique monétaire menée au cours de la dernière décennie. Cette politique d'assouplissement quantitatif (« quantitative easing »), conçue en réponse à la crise financière, a toutefois probablement culminé en 2018, comme en témoigne l'évolution de la base monétaire agrégée des principales banques centrales (voir **graphique B/**).

C/ DISTRIBUTION DES RENDEMENTS DE L'INDICE COMPOSITE « DMAP ASYMMETRIC TOTAL RETURN » – COMPARAISON

Performance sur 12 mois



Source : IDS/Allianz Global Investors, au 31/12/2018. Performance brute de frais, en EUR.

4/ Une gestion des risques viable pour les 10 prochaines années

Les clients considèrent que la gestion des risques est parfaitement viable si l'on constate une augmentation claire de la stabilité en temps de crise et si les coûts d'opportunité restent gérables, même dans des marchés haussiers prolongés. Les solutions de gestion des risques fondées sur l'approche d'investissement DMAP® (Dynamic Multi Asset Plus) d'Allianz Global Investors se concentrent sur le maintien du potentiel de hausse sur un cycle de marché complet, tout en réduisant considérablement les risques pendant les années difficiles. Cette approche repose sur l'application du principe d'« allocation d'actifs dynamique », efficacement mis en œuvre à travers les futures et autres instruments dérivés.²

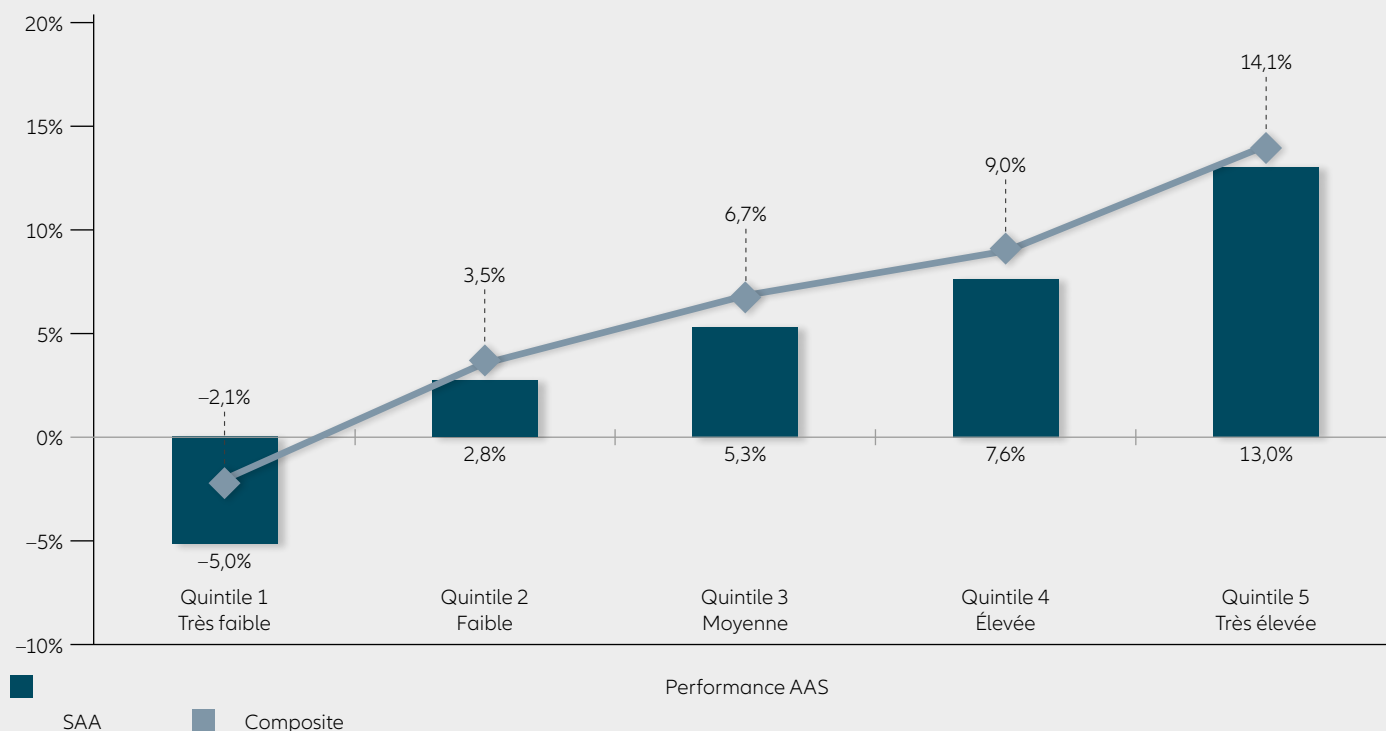
Le **Graphique C/** et **graphique D/** présente les performances agrégées de nos mandats dans le composite DMAP Asymmetric Total Return. Le graphique de gauche montre la dispersion des performances sur 12 mois glissants, mise en perspective à l'aide de la performance moyenne et des niveaux maximum et minimum. Dans le cadre de l'allocation d'actifs stratégique (AAS), la dispersion implique généralement une distribution presque symétrique autour

de la valeur moyenne. Toutefois, la dispersion observée dans le cas du composite DMAP s'avère asymétrique : le comportement à la baisse est nettement plus attrayant, ce qui se traduit par une performance moyenne plus élevée. Pour autant, la réduction du risque dans les phases de chute sévère du marché ne s'accompagne pas nécessairement d'une performance moyenne plus faible dans les phases de hausse, comme le montre le graphique de droite. Sur ce graphique, les performances sur 12 mois glissants ont été classées en cinq quintiles par ordre croissant, afin de comparer les performances moyennes de l'AAS et du composite pour chaque quintile. Sans conteste, la stratégie DMAP® est parvenue, en moyenne, à générer de la valeur ajoutée aussi bien dans les phases de marché négatives (quintile 1) que positives (quintiles 2–5), tandis que la limitation des pertes en période de crise est nettement plus prononcée que la génération de revenus supplémentaires en période de hausse.

La gestion des risques doit tenir compte de deux perspectives : premièrement, une perspective historique permet de tirer les leçons des crises passées et, deuxièmement, les scénarios de crise qui ne se sont pas encore produits mais qui sont

D/ RENDEMENTS DE L'INDICE COMPOSITE « DMAP ASYMMETRIC TOTAL RETURN » EN PHASES DE MARCHÉS POSITIVES ET NÉGATIVES

Performance moyenne sur 12 mois



Source : IDS/Allianz Global Investors, au 31/12/2018. Performance brute de frais, en EUR.

concevables doivent également être pris en compte. Le trading algorithmique, dont la part de marché est désormais dominante, et la réduction des positions de trading par les teneurs de marché traditionnels accroissent les risques de discontinuités tels que les risques « overnight ». Le principe de couverture dynamique peut être renforcé par des couvertures reposant sur les options, afin de prendre en compte efficacement de tels scénarios.

Scope a récemment attribué à Allianz Global Investors sa note la plus élevée, AAA, en reconnaissance de son excellente expertise en tant que fournisseur de services d'overlay pour la gestion des risques. Chefs de file du marché possédant de nombreuses années d'expérience dans les overlays de gestion du risque³ et la gestion des risques extrêmes, Allianz Global Investors et nos experts de Risklab sont parfaitement positionnés pour fournir des solutions efficaces et innovantes pour la prochaine décennie, capables de répondre aux besoins variés des clients institutionnels.

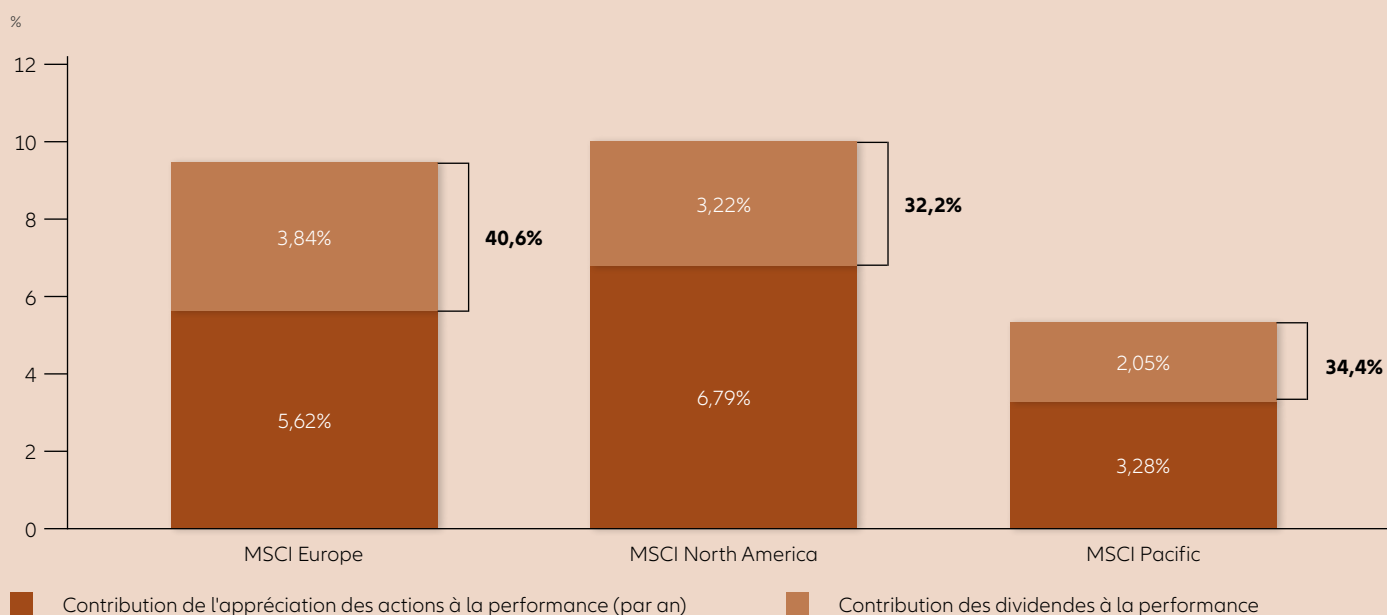


Prof Dr Thomas G. Stephan, Director of RMO Research, risklab GmbH

Les dividendes : un airbag pour votre portefeuille.

Alors que nous sommes en 2019, la répression financière se poursuit. Certaines parties de la courbe des rendements sont encore en territoire négatif, et cela ne concerne pas uniquement les emprunts d'État allemands. Bien que la fin de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne constitue un premier pas dans la bonne direction, rien n'indique que la tant attendue hausse des taux directeurs soit pour bientôt. Et même si la BCE se décide à relever ses taux, le processus sera extrêmement lent.

A / DES POLITIQUES DE DIVIDENDE FAVORABLES AUX ACTIONNAIRES, EN PARTICULIER EN EUROPE
COMPARAISON MONDIALE DE LA CONTRIBUTION DES DIVIDENDES ET DE L'APPRÉCIATION DES ACTIONS À LA PERFORMANCE ENTRE 1973 ET FIN 2018 (EN TERMES ANNUALISÉS)



La performance passée ne saurait garantir la performance future.

Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research. Données au 31 décembre 2018.

La saison des dividendes, qui approche, offre une perspective plus réjouissante. Selon mes collègues de l'équipe de gestion de fonds, les entreprises de l'indice MSCI Europe pourraient verser 350 mds EUR de dividendes cette saison, soit 16 mds EUR de plus que l'année dernière. Le rendement du dividende moyen des actions européennes atteint désormais 4% (au début février 2019). Or il convient de rappeler que, dans un contexte de volatilité accrue, les dividendes peuvent jouer le rôle d'un airbag au sein de votre portefeuille à moyen et long terme.

De fait, les dividendes ont contribué à stabiliser la performance globale au cours des années caractérisées par des marchés baissiers. Depuis 1973, on a observé trois périodes de cinq ans au cours desquelles les cours boursiers ont chuté. Les dividendes ont permis d'amortir certaines de ces pertes, voire de les surcompenser. Sur l'ensemble de la période allant de 1973 à fin 2018, les dividendes ont en effet représenté 41% de la performance totale annualisée des investissements dans les actions incluses au sein de l'indice MSCI Europe. Les dividendes ont également été à l'origine d'environ un tiers de la performance globale dans d'autres régions, telles que l'Amérique du Nord (sur la base de l'indice MSCI North America) et l'Asie-Pacifique (MSCI Pacific), bien que les rendements absolus des dividendes y aient été inférieurs. (voir [graphique A/](#)).

En outre, les actions offrant un rendement du dividende comparativement plus élevé semblent soumises à des niveaux de volatilité moins extrêmes. En tout état de cause, un regard rétrospectif sur les tendances aux États-Unis, où l'on dispose des séries chronologiques les plus longues, montre que la volatilité (écart-type des fluctuations des cours des actions sur 36 mois glissants) des actions de sociétés ayant versé un dividende s'est avérée, depuis 1975, inférieure à celle des entreprises n'ayant procédé à aucune distribution. Les actions européennes affichent une tendance similaire depuis les années 1990.

D'après nos calculs, les dividendes peuvent se révéler nettement plus fiables que les bénéfices des entreprises. Ils ont donc un effet stabilisateur sur les revenus tirés des participations. Cette évolution semble dictée par les directeurs financiers des sociétés, qui tendent à adopter une politique très conservatrice en matière de dividendes. Selon une enquête réalisée en 2005⁴, 94% des directeurs financiers (CFO) interrogés affirment cibler un ratio de distribution à long terme, dont ils ne souhaitent pas s'écarter. Dans deux tiers des cas, les décisions relatives aux investissements et aux dividendes se voient accorder la même importance. En revanche, les programmes de rachat d'actions sont considérés comme un instrument offrant une plus grande souplesse que les dividendes.

L'enquête a concerné 394 sociétés américaines, dont la majorité avait versé des dividendes. Les résultats ont confirmé nos constatations, selon lesquelles les dividendes – du moins par le passé – ont connu une évolution très régulière.

Une étude réalisée en 2011 par Skinner et Soltes est également pertinente dans ce contexte.⁵ Cette étude porte sur les paiements de dividendes et les bénéfices annuels des entreprises cotées sur le NYSE, l'AMEX ou le NASDAQ au cours de la période allant de 1974 à 2005, en excluant les services aux collectivités et les fournisseurs de services financiers. Les auteurs ont conclu que les sociétés qui versaient des dividendes dégageaient des bénéfices plus réguliers que leurs homologues s'abstenant de toute distribution. Plus que sur le montant des versements, la distinction reposait selon les auteurs sur le simple fait de verser ou non des dividendes.

Les dividendes peuvent agir comme un airbag pour les portefeuilles, ce qui s'avère particulièrement rassurant durant les périodes de volatilité.

La propriété du capital à l'ère de la robotique

Interview d'un économiste du travail Prof. Richard B. Freeman⁶

Entretien avec le Prof. Richard B. Freeman, co-directeur du programme Travail et vie professionnelle à la faculté de droit de Harvard, qui revient sur la robotique, la loi de l'avantage comparatif, le travail humain, le revenu universel et la propriété du capital en tant que moyen d'optimiser le coefficient d'intensité capitalistique.



À en croire la presse, les progrès réalisés dans les domaines de la robotique⁷ et de l'automatisation représentent un risque majeur pour l'emploi. Qu'en est-il selon vous ?

Richard B. Freeman: Selon le principe économique de l'avantage comparatif, l'impact de la robotique se concentrera sur les tâches à réaliser et sur la rémunération qui en découle, plutôt que sur le taux de chômage. Même si les robots nous surpassent dans tous les domaines,

ils ne nous raviront pas notre place sur le marché du travail. Les entreprises continueront d'affecter des ressources humaines aux tâches pour lesquelles le recours à des machines serait plus onéreux, et vice-versa.

Comment expliquer à nos enfants qu'ils devront prouver leur valeur professionnelle par rapport à des robots ?

Richard B. Freeman: La grande question de la « quatrième révolution industrielle » est de savoir si la robotique nous conduira à perdre notre avantage comparatif au profit des machines en ce qui concerne les activités intellectuelles à haute valeur ajoutée. Est-ce vous qui travaillerez pour le robot ou le robot qui travaillera pour vous ? Les progrès réalisés par le passé en matière d'automatisation donnaient l'avantage comparatif aux machines dans le cadre des tâches physiques difficiles ou dangereuses, ou offraient aux travailleurs des outils les aidant à réaliser ces tâches. Dès lors que les machines/outils étaient destiné(e)s à un usage spécifique et n'avaient pas la faculté de penser, l'avantage

comparatif dans le cadre des tâches nécessitant réflexion et capacité de passer d'une activité ou d'une problématique à une autre nous revenait. L'automatisation a par le passé conduit à un glissement de la main-d'œuvre du secteur agricole vers le secteur industriel, puis du secteur industriel vers celui des services. Dans les deux cas, les travailleurs se sont à chaque fois vu proposer des postes mieux rémunérés et de meilleure qualité. À l'aube du 21^e siècle, les progrès réalisés en matière de robotique et de logiciels ont permis d'élargir l'avantage comparatif des machines aux activités de routine, en plus du travail physique.

Si je comprends bien, j'ai intérêt à ce que mes enfants fassent des études. Mais cela suffira-t-il à renforcer leur avantage comparatif ?

Richard B. Freeman: Prenons l'algorithme AlphaZero de Google, qui est déjà en mesure d'apprendre de lui-même à maîtriser en l'espace d'une journée plusieurs jeux stratégiques, pratiquement en temps réel, et imaginons ce qu'il sera capable de faire dans vingt ans, lorsque nos enfants entreront dans le monde du travail. Qui

engagerez-vous alors en 2040 ? Un jeune diplômé sans expérience ou la dernière version d'AlphaZero, qui sera sans nul doute connectée au cloud ? À l'ère du travail numérique, les machines semblent appelées à s'accaparer l'avantage comparatif dans les tâches intellectuelles.

« À l'ère du travail numérique, les machines semblent appelées à s'accaparer l'avantage comparatif dans les tâches intellectuelles. »

Cela me rappelle une conversation entre Henry Ford II et le président du syndicat des ouvriers de l'automobile, Walter Reuther. Henry Ford II : « Walter, comment allez-vous faire en sorte que ces robots paient vos cotisations syndicales ? » Walter Reuther : « Et vous, Henry, comment allez-vous les convaincre d'acheter vos voitures ? »

Richard B. Freeman: Bien vu ! L'impact de l'intelligence artificielle sur les revenus dépend de la question suivante : à qui appartient la technologie concernée ? Dans un monde où l'essentiel du travail est réalisé par des machines et où les bénéfices en découlant leur reviennent donc en grande partie, les gagnants, sur le plan économique, sont les propriétaires des machines

en question, au détriment des travailleurs qui doivent faire leurs preuves face à ces dernières. Si c'est vous qui détenez le robot qui accomplit votre travail ou le travail d'autrui, les nouvelles technologies vous raviront. Mais si c'est moi qui possède le robot qui fait votre travail, tant pis pour vous.

Venons-en à la propriété du capital !

Richard B. Freeman: Il existe deux manières de distribuer les revenus pour que la grande majorité des êtres humains bénéficient de l'« intolérable abondance » que les robots intelligents peuvent nous apporter. La première consiste à répartir plus largement la propriété du capital en renforçant la participation des employés au capital des entreprises dans lesquelles ils travaillent, ainsi qu'au capital d'autres entreprises. Cette solution permet qu'une part du gain de productivité issu du recours à des machines toujours plus intelligentes revienne à l'individu en tant que propriétaire du capital plutôt qu'en tant que

travailleur contraint de rivaliser avec lesdites machines. La deuxième manière consiste à mettre en œuvre une politique fiscale/de dépenses prévoyant l'imposition des propriétaires du capital, comme le propose Bill Gates (taxe sur les robots) ou Thomas Piketty (taxe mondiale sur le capital), et à en utiliser les recettes pour fournir des biens et services aux citoyens, sous la forme par exemple d'un revenu universel. Compte tenu de l'aphorisme « Qui contrôle les robots, contrôle le monde », je penche pour ma part en faveur de la première solution.

Il y a donc deux visions qui s'affrontent : la propriété et les revenus du capital d'une part, et la concentration du capital et la redistribution de l'autre. Comment renforcer la propriété du capital ?

Richard B. Freeman: Il convient en premier lieu de renforcer la participation des employés au capital sur le lieu de travail. Pour ce faire, les entreprises doivent être encouragées à mettre en place de nouveaux systèmes de rémunération, ou à élargir les systèmes existants, afin de lier le salaire ou le patrimoine de l'employé à la performance de l'entreprise ou du groupe de travail, et à proposer à leur personnel des mesures incitatives pour

participer à ces programmes. Un des grands avantages de cette approche est qu'elle permet d'optimiser le coefficient d'intensité capitalistique en incitant les employés à faire en sorte que l'entreprise enregistre la meilleure performance possible, non seulement pour leur propre bénéfice, mais également pour celui des autres parties prenantes.

Ce type de participation a-t-il des limites ? Ma grand-mère me disait toujours de ne pas mettre tous mes œufs dans le même panier.

Richard B. Freeman: Elle a raison. Les travailleurs devront détenir une participation importante au capital de leur entreprise, mais également dans d'autres segments de l'économie. Si l'on part du principe que l'évolution de la robotique nous fera perdre l'avantage comparatif dans le cadre des activités intellectuelles à forte valeur ajoutée et que la propriété du capital constitue le meilleur moyen d'éviter un scénario dystopique qui verrait l'économie aux mains d'une minorité de propriétaires de robots intelligents, la voie semble toute tracée. Les employeurs, les employés, les organisations syndicales et les pouvoirs publics

devront mettre en œuvre des politiques visant à accroître la participation des employés au capital de leur entreprise et, de manière plus générale, à encourager les citoyens à devenir propriétaires de capital. Les fonds de pension et leurs allocations aux actions pourraient par exemple se révéler particulièrement appropriés pour permettre à la grande majorité des citoyens de tirer profit de l'avenir que nous réserve la technologie, qui verra les robots intelligents accomplir davantage de tâches et donc s'octroyer une plus grande part des revenus en découlant.



Richard B. Freeman est titulaire de la chaire Herbert Ascherman de sciences économiques de l'Université de Harvard. Il est actuellement co-directeur du programme Travail et vie professionnelle à la faculté de droit de Harvard et chargé de recherche principal pour les marchés du travail au Centre for Economic Performance de la London School of Economics. Il est en outre responsable du Science & Engineering Workforce Project du National Bureau of Economic Research et co-directeur du Harvard Center for Green Buildings and Cities.

L'entretien a été réalisé par Hans-Jörg Naumer, Head of Capital Markets & Thematic Research chez Allianz Global Investors. Il se fonde sur la contribution du professeur Richard B. Freeman au livre « CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert – Gerechte Teilhabe statt Umverteilung » (Responsabilité sociale des entreprises et participation des employés : l'actionnariat au 21^e siècle – une juste répartition plutôt qu'une redistribution) publié en octobre 2018.



Hans-Jörg Naumer, Global Head of Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors

Toutes les sources et supports bibliographiques

Editorial

- 1 **Page 3:** https://www.amazon.de/Human-Machine-Reimagining-Work-Age/dp/1633693864/ref=sr_1_1?ie=UTF8&qid=1549876055&sr=8-1&keywords=human+machine+daugherty

Gestion des risques

- 2 **Page 34:** Rien ne garantit que la stratégie sera efficace et d'éventuelles pertes ne peuvent être exclues.
- 3 **Page 35:** Notation AAA (catégorie gestionnaires d'actifs) attribuée par Scope, publiée le 9 août 2018. Les domaines d'analyse étaient les suivants : « Professionnels de l'investissement », « Processus d'investissement et Recherche », « Position sur le marché et Performance » et « Autres ressources internes et externes ». Un classement, une notation ou une récompense ne présagent aucunement de la performance future et peuvent faire l'objet de variations dans le temps.

Allianz Global Investors Today

- 4 **Page 37:** Cf. Brav, Alon ; Graham, John R. ; Harvey, Campbell R. ; Michaely, Roni ; « Payout Policy in the 21st century » (Politique de distribution au 21^e siècle) ; Journal of Financial Economics ; Vol. 77 ; 2005 ; pp. 483–527.
- 5 **Page 37:** Skinner, Douglas J. ; Soltes, Eugene ; « What do dividends tell us about earnings quality? » (Que nous apprennent les dividendes sur la qualité des bénéfices ?) ; Review of Accounting Studies ; Vol. 16 ; pp. 1 – 28 ; 2011.

Interview

- 6 **Page 38:** L'entretien a été réalisé par Hans-Jörg Naumer, Head of Capital Markets & Thematic Research chez Allianz Global Investors. Il se fonde sur la contribution du professeur Richard B. Freeman au livre « CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert – Gerechte Teilhabe statt Umverteilung » (Responsabilité sociale des entreprises et participation des employés : l'actionnariat au 21^e siècle – une juste répartition plutôt qu'une redistribution) publié en octobre 2018.
- 7 **Page 39:** Le terme « robotique/robot » désigne ici les technologies disruptives dans leur ensemble.

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.

Pour les investisseurs en Europe (hors de la Suisse) : 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). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en Grande Bretagne, France, Italie, Espagne, Luxembourg et aux Pays-Bas. Contacts et informations sur la réglementation locale sont disponibles ici (www.allianzgi.com/Info).

Pour les investisseurs en Suisse : 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 Zürich sous le numéro CHE-142.648.785 et agréée par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (www.finma.ch) et la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP) pour gérants de fortune actifs dans la prévoyance professionnelle. 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.

Mentions légale

Update I/2019

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, Caroline Tschesche

Contact pour la rédaction :

update-redaktion@allianzgi.com

Conception :

Rotwild GmbH, Cologne

Mise en page :

Werbemanufaktur Albert, Francfort-sur-le-Main

Impression :

Schleunungsdruck GmbH, Marktheidenfeld

Photographies :

Allianz Global Investors, Getty Images, iStock

Données au mois de mars 2019





**OUR HEART
BEATS FOR
ACTIVE
ASSET
MANAGEMENT**

ACTIVE IS: **ALLIANZ GLOBAL INVESTORS**

Le terme « actif » constitue la clef de voûte de notre vocabulaire. Chez Allianz Global Investors, ce terme ne sert pas uniquement à décrire la manière dont nous gérons votre argent. Il qualifie l'intégralité de notre approche en tant que gestionnaire d'actifs et reflète notre engagement en matière de création d'une valeur partagée au profit de nos clients. C'est pour cela que notre cœur bat pour la gestion active.

Devenez actif sur
ch.allianzg.com



Value. Shared.

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.allianzg.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).

Allianz 
Global Investors