

# Update Magazine



## Active is: Allianz Global Investors

- 06 Forum de l'investissement
- 12 Répartition des revenus et des richesses
- 24 Investir dans les infrastructures

# Sommaire

- 04 | Panorama**  
Actualités d'Allianz Global Investors
  
- 06 | Forum de l'investissement**  
Six conclusions de notre Forum de l'investissement à Londres
  
- 12 | Répartition des revenus et des richesses**  
Inégalités et politique monétaire
  
- 22 | Revue de marché**  
Revue 2018 des marchés financiers
  
- 24 | Investir dans les infrastructures**  
Infrastructures : performances régulières et bienfaits sociaux
  
- 32 | Expertise obligataire**  
Nous renforçons nos capacités : découvrez la nouvelle équipe US Fixed Income
  
- 36 | Actualité Allianz Global Investors**  
Allianz Global Investors offre aux investisseurs un accès à la classe d'actifs Trade Finance.
  
- 38 | Interview**  
Tobias Pross, Directeur EMEA, Allianz Global Investors



# Un vaste champ de possibilités...

**Chers lecteurs,**

Dans l'environnement actuel toujours marqué par la faiblesse des taux d'intérêt, les investisseurs sont toujours plus nombreux à rechercher des sources de performance complémentaires. Au-delà des investissements en actions et en obligations, ils s'intéressent aux classes d'actifs alternatives. Les avantages sont évidents : en venant compléter l'allocation de portefeuille traditionnelle, ces investissements contribuent à générer des performances ajustées du risque supérieures, tout en améliorant la diversification. Or, comme souvent, le diable se cache dans les détails. En effet, l'univers des stratégies alternatives est vaste, très hétérogène et complexe. C'est la raison pour laquelle une compréhension approfondie des spécificités de chaque stratégie et une structuration du portefeuille bien équilibrée sont essentielles pour améliorer la rentabilité de tout investissement, dans la durée.

Chez Allianz Global Investors, les stratégies alternatives connaissent la croissance la plus forte, et nous ne cessons d'élargir notre offre en la matière. Cela induit plus particulièrement le développement d'une expertise en Trade Finance, que nous avons le plaisir de vous présenter dans cette nouvelle édition. Ainsi, au travers d'Allianz Working Capital, nous vous proposons une solution d'investissement dédiée à une classe d'actifs particulièrement vaste et complexe. Cette stratégie offre des rendements attrayants et une forte diversification, associés à une volatilité limitée, au travers d'une participation au financement d'activités commerciales de l'économie réelle sur des maturités très courtes. Se positionner sur des stratégies alternatives permet aussi de répondre à un besoin d'investissement à long terme tout en s'assurant des revenus stables, autres thèmes essentiels. L'investissement dans les infrastructures permet notamment d'apporter une réponse à ces besoins.

Dans ce numéro, Christian Fingerle, CIO d'Allianz Capital Partners, aborde dans son article les opportunités qui peuvent s'offrir aux investisseurs institutionnels face au besoin de combler un déficit d'investissement et au nombre croissant de projets d'infrastructures à financer.

Dans le cadre de notre Forum de l'Investissement, qui s'est tenu à Londres en septembre dernier, nos experts ont d'ailleurs souligné eux aussi le rôle essentiel porté par les infrastructures dans l'équilibre d'un portefeuille d'investissement. À l'occasion de ce forum, nous avons, comme lors de chaque édition, débattu de la situation actuelle de l'économie mondiale et du comportement qu'il convient d'adopter dans un tel environnement.

Nous vous livrons ici quelques conclusions issues de ces débats. Vous trouverez tous les éléments de notre analyse dans l'article de Neil Dwane.

Je vous souhaite une agréable lecture.

Cordialement,



**Arne Tölsner**, Responsable commercial institutionnels Allemagne, Autriche & Suisse, Allianz Global Investors

# Panorama



## Perspectives

### Six conclusions de notre Forum de l'investissement à Londres

Au mois de septembre, nos experts se sont une nouvelle fois retrouvés pour débattre de la situation de l'économie mondiale et déterminer le comportement à adopter sur les marchés financiers. Notre consensus ? Si l'économie mondiale se porte toujours bien, la politique et le commerce international pourraient avoir un impact de plus en plus imprévisible sur les marchés. Une gestion active des risques et des opportunités – y compris la diversification à travers les régions, les classes d'actifs et les secteurs – peut s'avérer particulièrement pertinente dans un tel contexte.

Pour en savoir plus, rendez-vous en pages 6–11 de cette édition, et sur le lien :



➔ **POUR EN SAVOIR PLUS :**  
[fr.allianzgi.com/  
investmentforum](https://fr.allianzgi.com/investmentforum)



## Prix

### Greenwich Quality Leader en Allemagne pour la huitième fois consécutive

Pour la huitième fois consécutive, Allianz Global Investors a reçu le prix Greenwich Quality Leader pour sa gestion institutionnelle en Allemagne. AllianzGI remporte ce titre pour la deuxième fois en Europe.

AllianzGI se classe dans le premier quartile sur l'ensemble des principaux marchés pour la qualité de ses services, parvenant également à maintenir dans l'étude sa position de leader dans le domaine de la gestion active en Europe continentale. AllianzGI bénéficie de plus en plus de son statut de spécialiste en matière de gestion alternative.



## La nouvelle route de la soie

### La nouvelle route de la soie (One Belt, One Road)

La Chine est le pays de tous les superlatifs et, de ce fait, se contente rarement de projets ordinaires. Du plus grand radiotélescope au monde, au plus long pont maritime de la planète, en passant par le gigantesque barrage des Trois-Gorges, la Chine ne cesse de faire sensation avec ses projets pharaoniques.

La « nouvelle route de la soie », également souvent désignée par l'expression « One Belt, One Road », constitue une autre de ces initiatives remarquables. Le projet consiste à mettre plus étroitement en réseau, en particulier via l'extension de leurs infrastructures, près de 70 pays (essentiellement émergents) représentant collectivement 30% de la production économique mondiale et 60% de la population de la planète. Pour pouvoir exploiter ce gigantesque potentiel économique, le pays devra néanmoins relever un certain nombre de défis.



### Analyse

#### L'inflation pourrait progresser plus rapidement que prévu

Inflation es-tu là ? C'est la question que se posent actuellement de nombreux investisseurs, dans la mesure où l'incertitude prévaut assez largement en matière d'interprétation des données actuelles. Dans sa dernière publication, Neil Dwane, notre responsable de la stratégie, estime que l'inflation pourrait progresser bien plus rapidement que beaucoup ne l'anticipent, et explique ce que les investisseurs peuvent faire pour s'y préparer.



➔ **POUR EN SAVOIR PLUS :**  
[fr.allianzgi.com/inflation](http://fr.allianzgi.com/inflation)



### Intelligence artificielle

#### Le fonds Allianz Global Artificial Intelligence dépasse 1 milliard d'euros d'encours

Les actifs sous gestion du fonds Allianz Global Artificial Intelligence, lancé au printemps 2017, ont franchi le seuil du milliard d'euros. Le fonds est le premier de sa catégorie en Europe. Il investit dans des entreprises qui misent sur le potentiel disruptif de l'intelligence artificielle. Sa stratégie consiste à tirer profit de la rapidité des avancées technologiques dans des domaines tels que le Big Data, l'apprentissage machine, la conduite autonome ou l'Internet des objets. Au total, AllianzGI gère plus de 4 milliards d'euros au niveau mondial dans le cadre de cette stratégie, lancée au Japon en septembre 2016 en partenariat avec Sumitomo Mitsui Asset Management et Nikko.



### ISR

#### Un mois de novembre placé sous le signe de l'investissement Responsable

Le mois de novembre aura été riche en actualité liée à l'investissement responsable.

En effet, le 6 novembre AllianzGI était sponsor du Positive Investor Forum de Novethic. Dans le cadre de cette nouvelle formule de l'événement, Julien Bras, Gérant Taux ISR, est intervenu lors d'un atelier consacré à la maturité des indicateurs d'impact au sein des Green Bonds.

Enfin, nous avons publié mi-novembre la version française de notre premier rapport sur l'investissement responsable. Nous vous invitons à découvrir sa version électronique en suivant le lien ci-dessous.



➔ **POUR EN SAVOIR PLUS :**  
[fr.allianzgi.com/rapport-isr](http://fr.allianzgi.com/rapport-isr)



# Six conclusions de notre Forum de l'investissement à Londres

---

AUTEUR : NEIL DWANE

Au mois de septembre, nos experts se sont réunis pour évoquer l'état de l'économie mondiale et débattre de la façon dont les investisseurs devraient approcher les marchés. Notre consensus ? Si l'économie mondiale se porte toujours bien, la politique et le commerce risquent d'influencer les marchés de manière de plus en plus imprévisible. La gestion active des risques et des opportunités – y compris la diversification à travers les régions, les classes d'actifs et les secteurs – peut s'avérer utile dans un tel contexte.

### 1/ La question du Brexit ne sera pas résolue d'un seul trait – et tous les secteurs ne seront pas pénalisés

La croissance économique britannique a ralenti ces dernières années, alors que le processus du Brexit a déjà sapé le PIB réel. Quelle que soit la situation en 2019, elle n'apportera pas de clarification immédiate : les spécificités de ce divorce d'avec l'Union européenne évolueront pendant des mois, voire des années. Il est clair, en revanche, que tous les secteurs ne seront pas affectés par le Brexit de la même manière. Par exemple, en cas de Brexit « dur », la faiblesse de la livre sterling aidera sans doute les grands exportateurs britanniques.

Dans le cas d'un Brexit dur, le Royaume-Uni devra compenser un important déficit commercial s'il perd l'accès aux marchés de l'Union européenne. Pour l'UE, qui est son principal partenaire commercial, la disparition de cette relation pourrait s'avérer moins dommageable. Il en va de même pour les autres partenaires majeurs du Royaume-Uni, y compris la Chine, les États-Unis et le Commonwealth britannique. Les investisseurs devraient s'intéresser aux entreprises britanniques les mieux préparées pour le Brexit, ou ayant une activité significative hors de l'UE – plus souvent des grands groupes que des petites et moyennes entreprises.

### 2/ Les guerres commerciales sont néfastes pour les marchés, mais pas nécessairement pour les investisseurs actifs

Le président américain, Donald Trump, continue de modifier les conditions du commerce mondial. Si les marchés américains ne sont jusqu'à présent pas déstabilisés, certains segments connaissent des difficultés. Le soja, par exemple, représente plus de la moitié des exportations agricoles des États-Unis vers la Chine, et les agriculteurs souffrent d'une baisse des prix de plus de 20% depuis mars, selon Bloomberg. Mais les entreprises situées en amont dans la chaîne logistique seront peut-être en mesure de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Identifier ces entreprises pourrait constituer une opportunité pour des investisseurs actifs.

Les investisseurs devraient rechercher des opportunités d'achats résultant de la volatilité liée à la négociation, par les États-Unis, de nouveaux accords bilatéraux avec le Mexique, le Canada, l'Allemagne et d'autres partenaires commerciaux majeurs. La Chine est indéniablement dans le collimateur du

président D. Trump, mais elle pourrait être encline à résoudre ses différends avec les États-Unis, compte tenu notamment de sa volonté d'ouvrir son économie aux investisseurs étrangers. Néanmoins, en cas de ralentissement dans les marchés émergents - ou si la Chine accentue ses mesures de rétorsion - les États-Unis resteront probablement le marché le plus sûr pour les investisseurs.

Alors qu'elle poursuit le resserrement de sa politique monétaire, la Fed surveillera l'impact des échanges commerciaux sur la croissance et l'inflation, un jeu d'équilibre qui est loin d'être aisé. La Fed souhaite relever les taux d'intérêt afin de contrôler l'inflation et de se réserver des marges de manœuvre pour l'avenir. Elle pourrait toutefois commettre l'erreur de relever les taux trop rapidement ou de manière excessive, ralentissant ainsi la croissance tout en attisant la volatilité.

## Synthèse

- 1/ Les perspectives économiques mondiales se caractérisent par l'incertitude et la volatilité. Cet environnement offre aux gérants actifs l'opportunité de sélectionner les valeurs gagnantes en les distinguant des perdants.
- 2/ Alors que les gagnants s'imposeront avec le temps, le Brexit et la politique commerciale du président D. Trump contribuent à aggraver le climat d'incertitude.
- 3/ Les inégalités constituent une véritable menace pour la stabilité économique et sociale, mais les entreprises désireuses de procéder à un rééquilibrage disposent de nombreuses options.
- 4/ Les perturbations liées à des cyberattaques peuvent pénaliser la performance, mais les échanges avec les entreprises permettent d'évaluer leur capacité à gérer ce type de risque.



### 3/ Si les inégalités économiques sont déstabilisatrices, se concentrer sur les facteurs ESG peut s'avérer avantageux

Les inégalités occupent une place grandissante dans les débats politiques à travers les États-Unis et l'Europe, où les disparités de richesse continuent de progresser. Il s'agit là d'un avertissement dont les investisseurs doivent tenir compte – notamment parce que les inégalités sont susceptibles de susciter des perturbations, de l'instabilité, une dégradation de l'environnement et de nombreux problèmes sociaux.

#### Dans une perspective d'investissement, il existe deux moyens essentiels de traiter ce problème :

- Le premier consiste à échanger avec les dirigeants des entreprises sur les questions de gouvernance – élément critique du domaine de plus en plus important de l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG). Une rémunération des cadres plus étroitement alignée sur la performance peut réduire les

disparités de revenu, tandis qu'un réel effort de formation peut aider la main-d'œuvre à s'épanouir malgré la diffusion de l'automatisation et de l'intelligence artificielle.

- Le deuxième moyen consiste à accroître la participation aux marchés de capitaux, en rendant ces derniers plus accessibles à un plus grand nombre de personnes. Cela est réalisable en rendant les services financiers plus largement disponibles et abordables, autrement dit en améliorant l'inclusion financière, en contribuant à développer la culture financière et, enfin, en fournissant des solutions qui aident davantage d'investisseurs à gérer les risques et à accroître potentiellement leur patrimoine au fil du temps. Si les investisseurs et gestionnaires d'actifs créent et partagent la valeur, nous serons mieux à même d'assumer nos responsabilités sociales communes.



**Considérer les infrastructures comme un outil de diversification de portefeuille offrant un potentiel de performance durable à long terme**

#### 4/ Il est grand temps pour les entreprises d'affronter le cyber-risque sans détour

Les cyberattaques visant de grandes entreprises sont passées du statut d'incident à celui de problème critique. Nous nous trouvons désormais dans un contexte d'agressions étendues et imprévisibles concernant tous les secteurs, toutes les régions et toutes les tailles d'entreprises. Des attaques ciblant des entreprises majeures ont interrompu la production et empêché la livraison de produits indispensables. Pour les investisseurs, ce type d'événement peut se traduire par une chute du prix du titre lié à des dépenses de remise en état ou à des dommages en termes de réputation.

La bonne nouvelle tient au fait que de nombreuses entreprises accomplissent des progrès impressionnants dans la lutte contre les déstabilisations informatiques. Cependant, certaines sont beaucoup mieux armées que d'autres. La difficulté réside dans l'identification de ces entreprises – des échanges actifs avec les équipes de direction peuvent permettre d'identifier les entreprises les mieux préparées à faire face au cyber-risque.

#### 5/ Ce n'est pas un hasard si l'investissement dans les infrastructures a quadruplé depuis 2008

Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à privilégier les investissements dans les infrastructures afin d'équilibrer leurs portefeuilles. Le montant total des actifs d'infrastructure sous gestion a plus que quadruplé au cours des dix dernières années, selon Prequin.

Cette classe d'actifs alternative séduit les investisseurs grâce à son couple rendement/risque robuste. Elle offre un potentiel de performance stable à long terme, une diversification renforcée et la capacité d'agir comme protection contre l'inflation. Il s'agit en outre d'un secteur susceptible de recevoir un soutien important de la part des gouvernements - en particulier dans le domaine des

infrastructures vertes. Selon la Société financière internationale, la demande d'investissements dans les infrastructures hydrauliques urbaines pourrait dépasser 13 000 mds USD d'ici 2030, tandis que le marché de l'énergie éolienne et solaire pourrait avoir besoin de 6 000 mds USD d'investissements d'ici 2040.

Comme tout placement, l'investissement dans les infrastructures comporte des risques. Toutefois, selon nous, ces derniers peuvent être gérés à travers une surveillance étroite et des échanges avec les sociétés de gestion participant aux projets d'infrastructure.

#### 6/ Combattre la procyclicité en investissant activement à long terme

Alors que l'économie mondiale se porte relativement bien à l'heure actuelle, l'avenir semble moins assuré et plus volatil. Les performances seront probablement plus modérées dans les cinq à dix prochaines années, contraignant les investisseurs à affiner leurs décisions d'investissement – et à se montrer moins procycliques. Les investisseurs doivent

éviter de s'attacher exclusivement aux stratégies ayant enregistré de bonnes performances dans le passé, en ignorant celles susceptibles de détenir le meilleur potentiel à l'avenir. Une approche engagée et active de l'investissement peut contribuer à générer de la valeur et à minimiser l'exposition au risque des portefeuilles.



**Neil Dwane**, Stratégiste Monde, Allianz Global Investors

# Inégalités et politique monétaire

---

AUTEUR : STEFAN HOFRICHTER

Les inégalités en termes de revenu et de richesse se sont fortement creusées depuis le début des années 1980, un phénomène qui, à de rares exceptions près, concerne aussi bien les pays développés qu'émergents. La tendance est particulièrement évidente aux États-Unis, où le coefficient de Gini (outil de mesure statistique de l'inégalité) a atteint un point haut inégalé depuis les années 1930. La montée en puissance des mouvements et politiciens populistes depuis le milieu des années 1980, et plus particulièrement depuis l'éclatement de la crise financière, conjuguée au recours à des politiques monétaires non conventionnelles et à des taux nominaux historiquement bas, voire négatifs, a propulsé les inégalités sur le devant de la scène.



## 1/ L'explication traditionnelle du creusement des inégalités

Selon la littérature scientifique, la divergence croissante observée au niveau des revenus s'explique principalement par la tendance à l'automatisation des processus de production initiée dans les années 1970/1980 (prise en charge d'un nombre de plus en plus important de tâches manuelles et répétitives par les machines et les nouvelles technologies). L'essor du commerce international au début des années 1980, dopé par l'ouverture économique de la Chine (à partir de 1979) et l'effondrement du communisme (1989/1990), est allé de pair avec l'émergence de l'automatisation. En effet, cette évolution a rendu possible – et facilité – une délocalisation massive des sites de production à l'étranger.

En conséquence, la demande d'employés hautement qualifiés et bien payés a explosé. Ces travailleurs ont vu leur rémunération enregistrer une augmentation supérieure à la moyenne, tandis que celle de la main-d'œuvre peu qualifiée a reculé sur une base ajustée de l'inflation. Les employés à revenus intermédiaires ont pour leur part profité d'une légère amélioration salariale, mais leur proportion a diminué. Cette catégorie a en outre particulièrement souffert de la prise en charge des opérations de routine par les nouvelles technologies.

Le creusement des inégalités de revenu peut par ailleurs s'expliquer par le fait que les travailleurs s'organisent de moins en moins en syndicats et perdent ainsi de leur poids lors des négociations salariales, un phénomène qui touche particulièrement les travailleurs à revenus faibles et moyens. Autre piste : le secteur financier. Ce sont avant tout les grandes entreprises internationales et leurs employés qui ont tiré parti de la mobilité accrue des capitaux résultant de plusieurs décennies de déréglementation des marchés financiers. Il convient également de souligner l'accès aux instruments financiers et les opportunités qui en découlent en termes d'acquisition et de mise en pratique de connaissances et de compétences (par exemple sous la forme de crédits à la formation), en particulier au sein des marchés émergents. Toutefois, la montée des inégalités reste davantage le fruit de l'évolution de l'économie réelle (automatisation, commerce international) que du secteur financier.

La redistribution des richesses qui s'opère par le biais d'une imposition progressive des revenus, des successions et de la fortune, a pour effet de réduire significativement les inégalités après intégration de l'impôt, sans que cela ne pénalise nécessairement la croissance.

## 2/ Inégalités et politique monétaire : le point de vue des banques centrales

Les banques centrales souscrivent largement aux explications précédentes. Les inégalités résultent ainsi en grande partie de facteurs qui échappent au contrôle de la politique monétaire, à savoir le progrès technologique et la mondialisation. La politique extrêmement accommodante déployée par les banques centrales à travers le monde depuis 2007 n'est absolument pas considérée comme un moteur d'inégalité. Au contraire, elle aurait même un effet positif sur la répartition des revenus. Comment expliquer ce phénomène ?

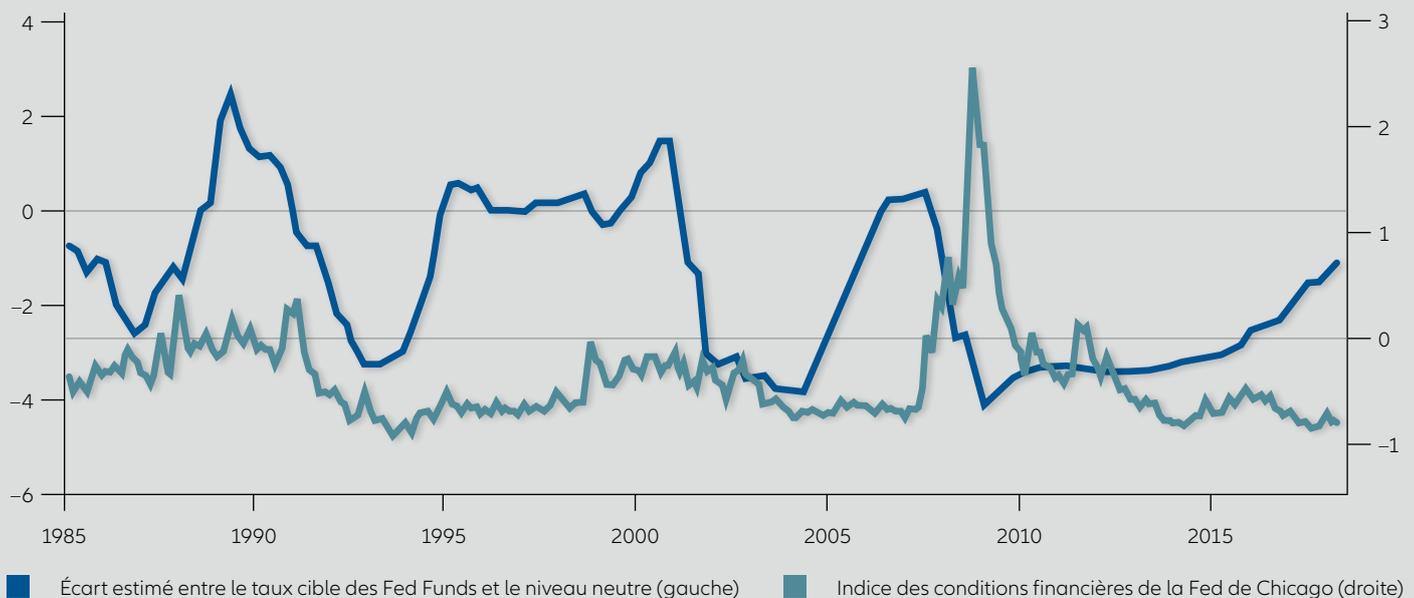
Les mesures de relance monétaire ont permis à l'économie de retrouver des couleurs, conduisant en outre à une nette amélioration de la situation sur le marché du travail et une hausse du revenu disponible des salariés. Certes, les revenus des entreprises et du patrimoine augmentent tandis que les revenus d'intérêts nets reversés aux ménages diminuent dans un contexte marqué par la faiblesse des taux d'intérêt,

mais l'impact net sur la répartition des revenus semble positif. Mario Draghi a très bien résumé cette situation en 2016 : « les mesures monétaires visant à doper l'économie ont généralement pour effet de réduire les inégalités de revenu [...] ». Elles sont néanmoins susceptibles de se traduire par un accroissement des inégalités de richesse. Toutefois, l'impact net sur la répartition des richesses dépend en fin de compte de l'ampleur de la hausse des différentes classes d'actifs (obligations, actions, immobilier), de l'allocation d'actifs des ménages (très variable d'un pays à l'autre) et du mode de financement des différentes classes (capitaux propres ou externes). Selon les banques centrales, la politique monétaire aurait une incidence neutre sur la répartition à moyen/long terme : dans le cadre d'une politique monétaire symétrique (phases d'assouplissement et de resserrement tout aussi marquées), les effets positifs et négatifs sur la répartition sont censés s'équilibrer au fil du temps.

### A/ TAUX DIRECTEUR DE LA FED PAR RAPPORT AU TAUX NEUTRE VS. INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES DE LA FED DE CHICAGO

Données exprimées en points de pourcentage

Données exprimées en écarts types



Source : Thomas Reuters Datastream, Allianz GI Economics & Strategy, au 13/08/2018

### 3/ Une politique asymétrique depuis les années 1980

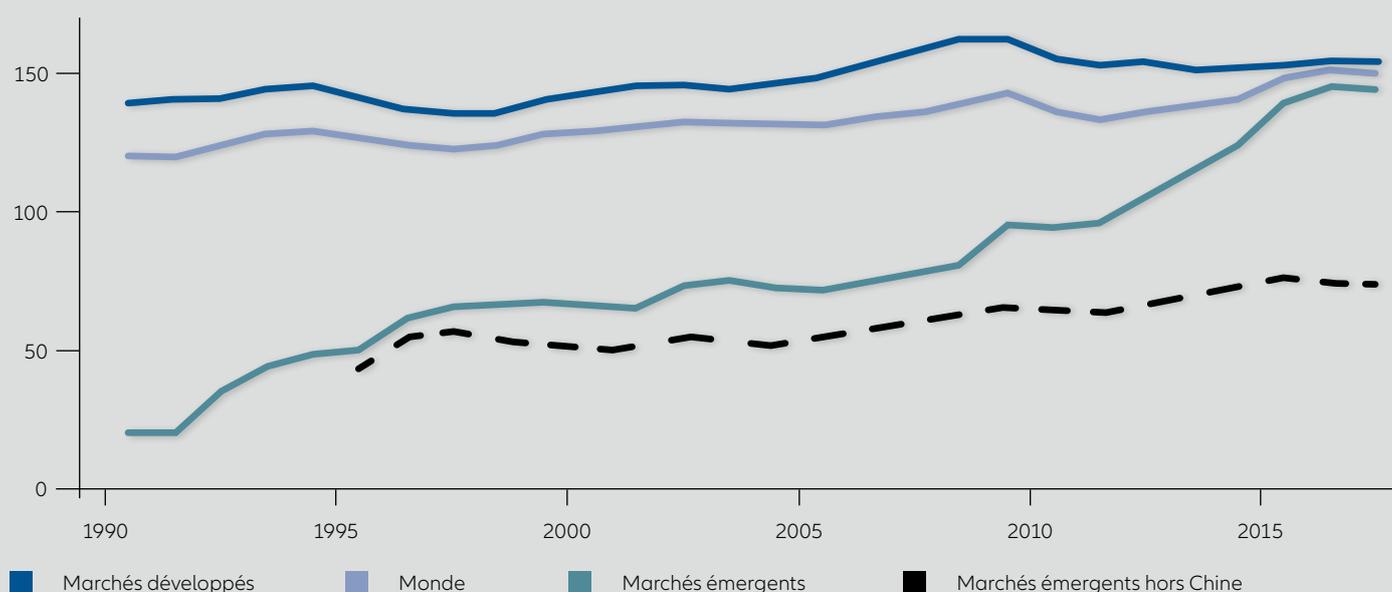
Il convient cependant de remettre cette hypothèse en question, comme nous l'avons déjà fait dans le passé. Nous partageons notamment à cet égard l'avis de la Banque des règlements internationaux.

D'après nos estimations, la politique monétaire mise en œuvre aux États-Unis et en Europe depuis les années 1980 s'est révélée en moyenne un peu trop accommodante et inférieure au niveau considéré comme « neutre » (niveau qui n'a pas pour effet de stimuler ni de freiner l'économie) (voir [graphique A/](#)). Les phases de récession et l'anticipation de turbulences sur les marchés financiers (la Fed avait injecté massivement des liquidités fin 1999 afin de parer aux éventuelles perturbations informatiques provoquées par le passage à l'an 2000) ont généralement conduit à un assouplissement de la politique monétaire. Un recul de l'inflation justifiait alors aux yeux des banques centrales de ne pas relever les taux de manière excessive lors des phases de boom économique. Parallèlement, la hausse des prix des actifs n'a longtemps joué aucun rôle dans la politique monétaire (« consensus de Jackson Hole »). Aujourd'hui

encore, plus de dix ans après le début de la crise financière mondiale, la pertinence des prix des actifs dans la définition de la politique monétaire est loin d'être claire et ceux-ci ne font clairement pas partie des objectifs prioritaires des banques centrales. Il en résulte des conditions financières plus souples pour les entreprises. On le constate d'ailleurs à l'heure actuelle : pour une croissance tendancielle nominale d'environ 3,5% aux États-Unis, le taux nominal cible « neutre » des Fed Funds s'établit plutôt aux alentours de 3% que de 2% (niveau actuel). L'indice des conditions financières calculé par la Fed de Chicago fait également état de conditions beaucoup trop souples, et ce depuis 2013. Même constat ou presque pour la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE). La Banque du Japon (BoJ) a également déployé une politique monétaire trop expansionniste, notamment dans les années qui ont suivi la signature des accords du Plaza en 1985 et avant l'éclatement de la bulle en 1989/1990. En effet, la vigueur du yen et, par voie de conséquence, l'inflation relativement faible avaient alors détourné la banque centrale d'une approche plus restrictive.

### B/ ENDETTEMENT DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES EN % DU PIB

Données exprimées en pourcentage



Source : Allianz GI, BRI, au T4 2017

Légende : l'analyse couvre les pays du G20, PIB en USD

## Les conditions de financement bon marché se diffusent dans le reste du monde sous l'effet de la mobilité des capitaux.



### 4/ Une politique monétaire asymétrique synonyme de soutien structurel pour les marchés d'actifs

Comment ces facteurs s'inscrivent-ils dans notre analyse de la montée des inégalités ? Une politique monétaire structurellement trop accommodante stimule les prix des actifs risqués, dès lors que les acteurs de marché anticipent un raffermissement de l'activité économique. Les actions internationales ont ainsi généré des performances supérieures à la moyenne depuis le milieu des années 1980, et ce malgré l'éclatement de la plus grande bulle spéculative jamais observée sur les marchés financiers en l'an 2000 et la crise financière de 2007/2008. Par exemple, les actions américaines et européennes ont enregistré des performances réelles annualisées de l'ordre de 9% et 7% respectivement, contre une moyenne à long terme d'un peu moins de 7% pour les premières et de 6% pour les secondes. L'immobilier a

également fortement progressé durant la période (rendements réels moyens compris entre 3% et 4% par an), dans la mesure où les prix se sont nettement rétablis depuis l'éclatement de la bulle qui a frappé de nombreux pays industrialisés occidentaux après 2006/2007. Les marchés obligataires mondiaux sont quant à eux parvenus à générer des performances légèrement supérieures à la moyenne, toutefois largement en deçà de celles des actions. Les taux bas pratiqués par les banques centrales ont par ailleurs entraîné une baisse des rendements sur la partie longue de la courbe et, partant, une appréciation des obligations. Les porteurs ont par conséquent profité de la hausse des prix des actifs et des revenus d'investissement, avec à la clé un creusement structurel des inégalités en termes de richesse et de revenu.

### 5/ La mauvaise allocation des ressources plombe la croissance et renforce les inégalités

Des taux trop bas favorisent dans un premier temps l'activité économique. Les investissements et la demande de crédit sont orientés à la hausse. Le taux d'investissement mondial a atteint en 2015 son plus haut niveau depuis 1990 (26%) et n'a que très légèrement baissé jusqu'à aujourd'hui. En outre, l'endettement du secteur privé a fortement augmenté à l'échelle mondiale au cours des dernières décennies, notamment dans le sillage de la crise financière : la dette des entreprises et des ménages par rapport au PIB s'établit actuellement à un sommet historique de 150% (voir [graphique B](#)). Si le niveau d'endettement a quelque peu reculé dans de nombreux pays industrialisés depuis la crise financière, il a grimpé en flèche dans certains pays n'ayant pas ou guère été affectés par cette dernière (à l'instar du Canada, de la Suède, de la Norvège, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande, de Hong Kong et de Singapour) ainsi que dans certains pays émergents (en particulier la Chine, mais aussi la Thaïlande, la Corée ou encore la Turquie). En cause : les conditions de financement bon marché se

diffusent dans le reste du monde sous l'effet de la mobilité des capitaux.

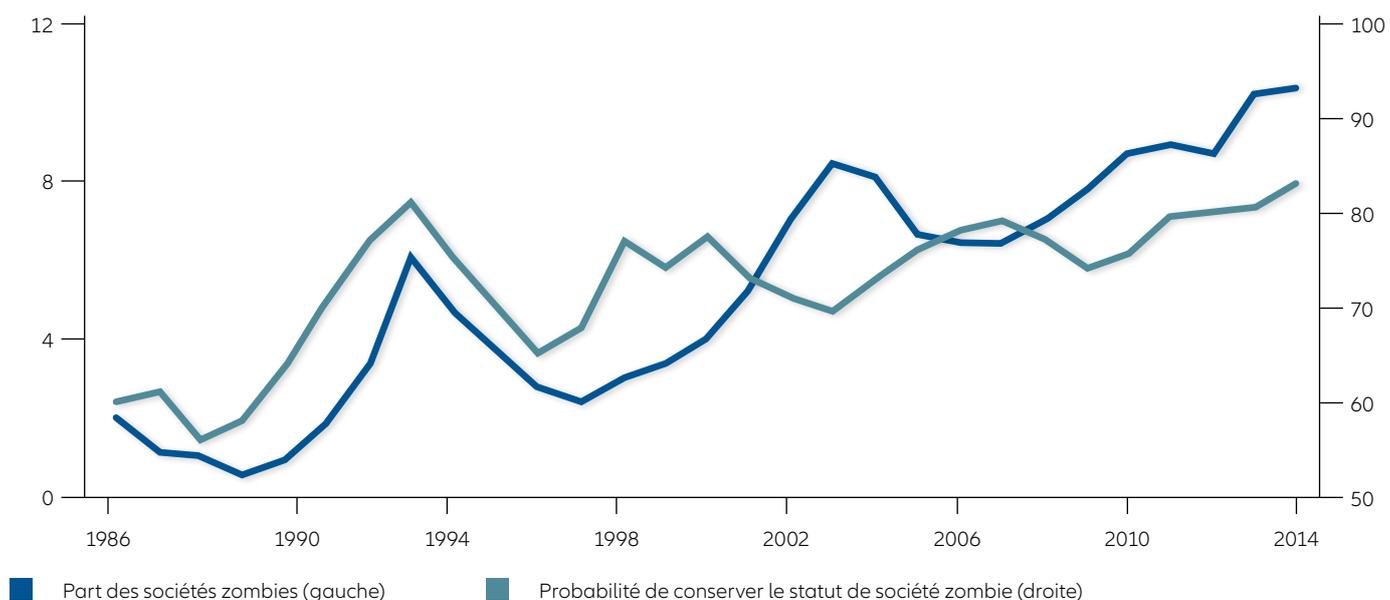
Cette tendance a non seulement des répercussions négatives sur la productivité économique globale à moyen et long terme, mais renforce également les inégalités dans la durée. En effet, des coûts de financement trop bas font baisser le seuil de rentabilité des investissements : même les projets d'investissement peu efficaces sont rémunérateurs. Il en résulte une mauvaise allocation des ressources, comme en témoignent les bulles immobilières à répétition des 30 dernières années (par exemple au Japon et en Australie à la fin des années 1980, en Europe du Nord vers 1990 et aux États-Unis, en Grande-Bretagne, en Espagne et en Irlande au cours des dix dernières années) ainsi que la surchauffe des marchés immobiliers actuellement observée dans des pays tels que le Canada, la Suède, l'Australie, Hong Kong, la Chine ou la Turquie, pour n'en citer que quelques-uns.



## C/ PART DES SOCIÉTÉS ZOMBIES ET PROBABILITÉ DE CONSERVER CE STATUT

Données exprimées en pourcentage

Données exprimées en pourcentage

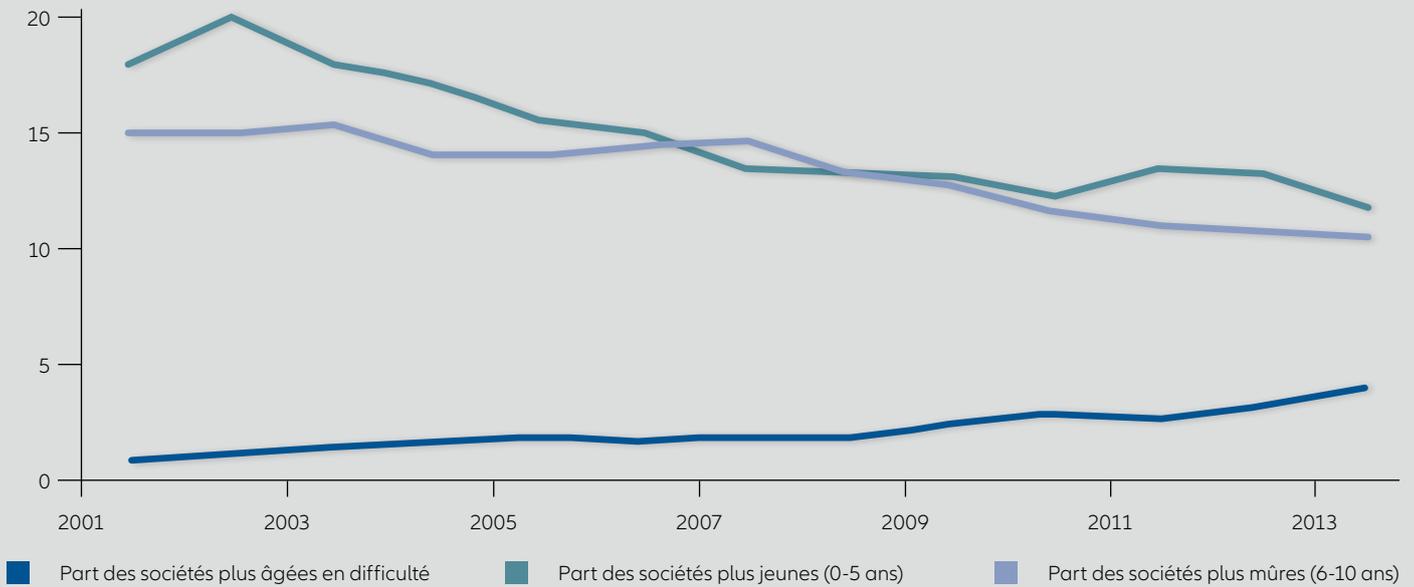


Source : Allianz GI, BRI, à 2014

Légende : La définition de « société zombie » de la BRI est similaire à celle de l'OCDE : entreprise âgée d'au moins dix ans évoluant dans n'importe quel secteur à l'exception du secteur financier, disposant d'un ratio de couverture des intérêts inférieur à 1 sur une période de trois années consécutives au minimum, comptant au moins 20 employés et issue de l'un des pays suivants : Australie, Belgique, Canada, Danemark, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis. Probabilité de conserver le statut de société zombie = part des sociétés qui étaient déjà des sociétés zombies lors de la période précédente.

## D/ PART DES SOCIÉTÉS PLUS JEUNES ET DES SOCIÉTÉS PLUS ÂGÉES EN DIFFICULTÉ

Données exprimées en pourcentage

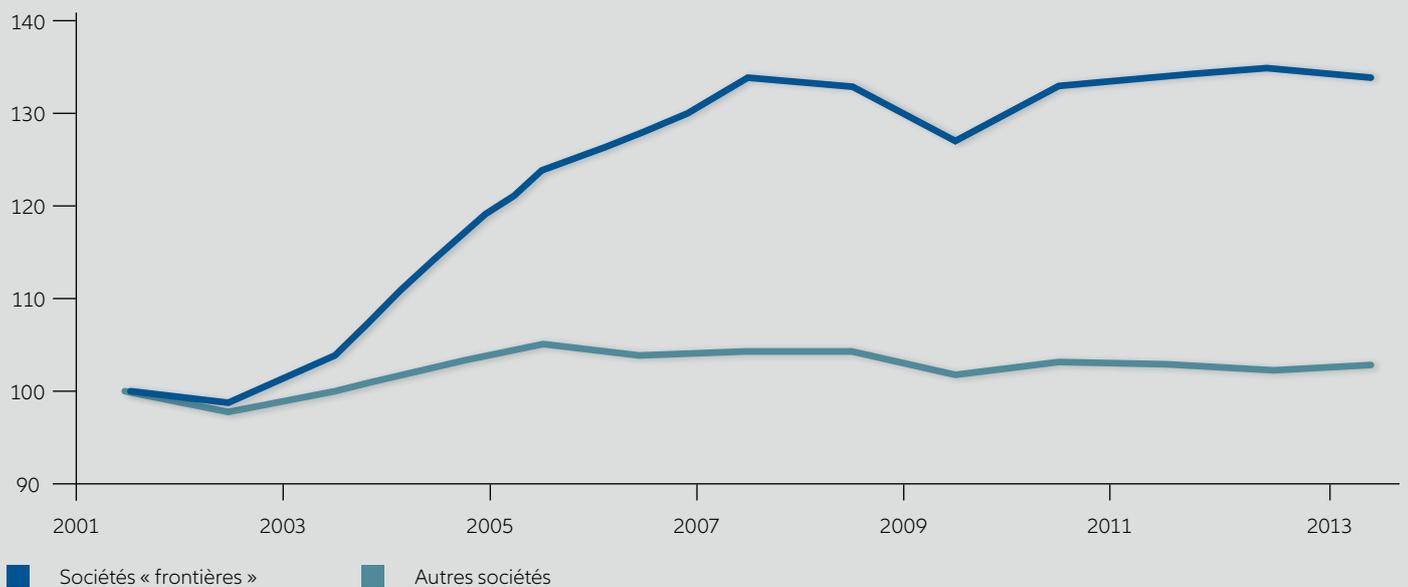


Source : OCDE, Allianz GI, à 2013

Légende : les données se fondent sur les entreprises âgées d'au moins dix ans évoluant dans tous les secteurs à l'exception du secteur financier, comptant au minimum 20 employés et issues de l'un des 24 pays de l'OCDE. Base de données BVD. Sociétés plus âgées en difficulté = sociétés affichant un résultat d'exploitation négatif sur une période de trois années consécutives ou une perte record

## E/ PRODUCTIVITÉ DES SOCIÉTÉS « FRONTIÈRES » PAR RAPPORT AUX AUTRES SOCIÉTÉS (DONNÉES INDEXÉES)

Valeur de l'indice, 2001 = 100



Source : Andrews D., Criscuolo C., Gal P. (2016), « The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy » (Les gagnants face au reste du monde : ralentissement de la productivité mondiale, écarts entre les entreprises et rôle des pouvoirs publics), OECD Productivity Working Papers, No.5, données Orbis, Bureau van Dijk (BVD), OCDE, Allianz GI, à 2013

## 6/ La part des sociétés dites « zombies » augmente, celle des entreprises plus jeunes diminue

Le niveau élevé d'endettement du secteur privé a d'autres conséquences : dans les phases de ralentissement conjoncturel, en particulier après l'éclatement d'une bulle d'actifs financée par la dette, les banques ont bien davantage besoin de déprécier leurs portefeuilles de prêts. Toutefois, les banques ont de bonnes raisons de minimiser autant que possible cette dépréciation afin de limiter les pertes et d'éviter une recapitalisation onéreuse. Au final, elles sont amenées à prolonger la période de remboursement des prêts (« evergreening ») pour les emprunteurs existants les plus vulnérables. Par conséquent, les entreprises fragiles font moins d'efforts pour se désendetter et se montrent moins disciplinées dans le cadre de leurs activités d'investissement et de la vente d'actifs. Cette évolution est attestée par différentes études empiriques, menées notamment par la Banque des règlements internationaux. Parallèlement, les banques restreignent l'octroi de crédits aux jeunes entreprises innovantes et en bonne santé afin de ne pas faire grimper le risque global de leur portefeuille de prêts. Ce sont principalement les grandes entreprises bien portantes orientées à l'international qui peuvent se permettre de ne pas recourir à l'emprunt bancaire en se finançant plutôt sur les marchés financiers.

La pratique de l'evergreening peut avoir tendance à s'inscrire dans la durée et finir même par s'intensifier si les banques centrales ne normalisent pas leur politique monétaire durant

les phases de reprise, ou le font trop tard. En effet, des taux d'intérêt trop bas soutiennent principalement les secteurs industriels et les entreprises en mauvaise santé, qui auraient autrement été éliminés du marché ou contraints de procéder à des ajustements rigoureux. Ils renforcent également la probabilité de l'émergence de bulles d'actifs et de crédit, comme nous l'avons vu aux quatre coins du monde depuis les années 1980. Un durcissement de la réglementation bancaire, prévoyant notamment des exigences de fonds propres plus strictes, comme c'est souvent le cas après l'éclatement d'une bulle, peut constituer un frein supplémentaire à l'octroi de crédits aux nouveaux clients.

Ce constat apporte au moins une explication plausible au fait qu'au cours des trois dernières décennies, caractérisées par une politique monétaire relativement expansionniste, la proportion des sociétés dites « zombies » (sociétés plus âgées en difficulté, dont les charges d'intérêt dépassent le résultat d'exploitation) a nettement augmenté, tandis que celle des entreprises plus jeunes a dégringolé. Il en résulte un ralentissement de la croissance de la productivité économique globale. Autrement dit, l'environnement actuel de taux bas est peut-être, au moins dans une certaine mesure, l'un des facteurs à l'origine de la contraction de la croissance de la productivité, et non une conséquence de cette dernière comme le soutient le consensus (voir [graphique C/](#) et [graphique D/](#)).

## 7/ L'écart de productivité entre les entreprises se creuse sans cesse

Les analyses de l'OCDE ont abouti à d'autres conclusions intéressantes : les différences de productivité entre les entreprises les plus efficaces (dites « frontières ») et les autres se sont sensiblement accentuées, et la probabilité de demeurer au sein du groupe des entreprises les plus efficaces a augmenté au fil du temps (voir [graphique E/](#)). La tendance croissante à la numérisation ne permet d'expliquer que partiellement cette évolution, dès lors que l'on observe également des divergences au sein de secteurs affichant une faible croissance de la productivité en termes absolus. Ces deux observations témoignent très clairement d'une perte de pouvoir de marché et de compétitivité,

cohérente avec l'évolution de la proportion des sociétés zombies (en hausse) et des entreprises plus jeunes (en baisse). L'essoufflement de la dynamique concurrentielle pourrait par ailleurs s'expliquer par une accélération de l'activité de fusions-acquisitions favorisée par l'appréciation des actions.

Le creusement des écarts de productivité apporte en outre un éclairage intéressant à la question de la répartition des revenus, dans la mesure où il permet d'expliquer les différences de salaires de plus en plus importantes entre les employés des sociétés « frontières » et ceux des autres entreprises.

### 8/ Part croissante du secteur financier

L'asymétrie des politiques monétaires peut également pénaliser la répartition des revenus d'une autre manière. Les tendances positives observées sur les marchés des capitaux et du crédit profitent dans un premier temps tout particulièrement au secteur financier. Deux raisons expliquent ce phénomène. D'une part, le secteur financier investit directement dans des classes d'actifs (actions et obligations par exemple) dont les prix sont favorablement influencés par une politique monétaire accommodante. Le fléchissement de la croissance de la productivité dans l'économie réelle et le risque accru d'un scénario de type « boom-and-bust » expliquent également pourquoi les entreprises elles-mêmes préfèrent investir dans des actifs financiers plutôt que productifs. D'autre part, les banques voient leurs commissions et leurs revenus d'intérêts enregistrer une augmentation supérieure à la moyenne dans un environnement de marché porteur. Dans les faits, la part des banques et des compagnies d'assurance dans la

création de valeur globale a sensiblement progressé depuis le milieu des années 1980 (d'environ 4% à plus de 7% aux États-Unis, par exemple). Celle-ci a certes baissé dans le sillage immédiat de la crise financière, mais s'est depuis rétablie à son niveau d'avant la crise (voir [graphique F/](#)). À l'instar de la part dans le PIB, la rémunération relative des employés du secteur financier (en particulier dans le segment des valeurs mobilières aux États-Unis) a également augmenté par rapport aux autres secteurs.

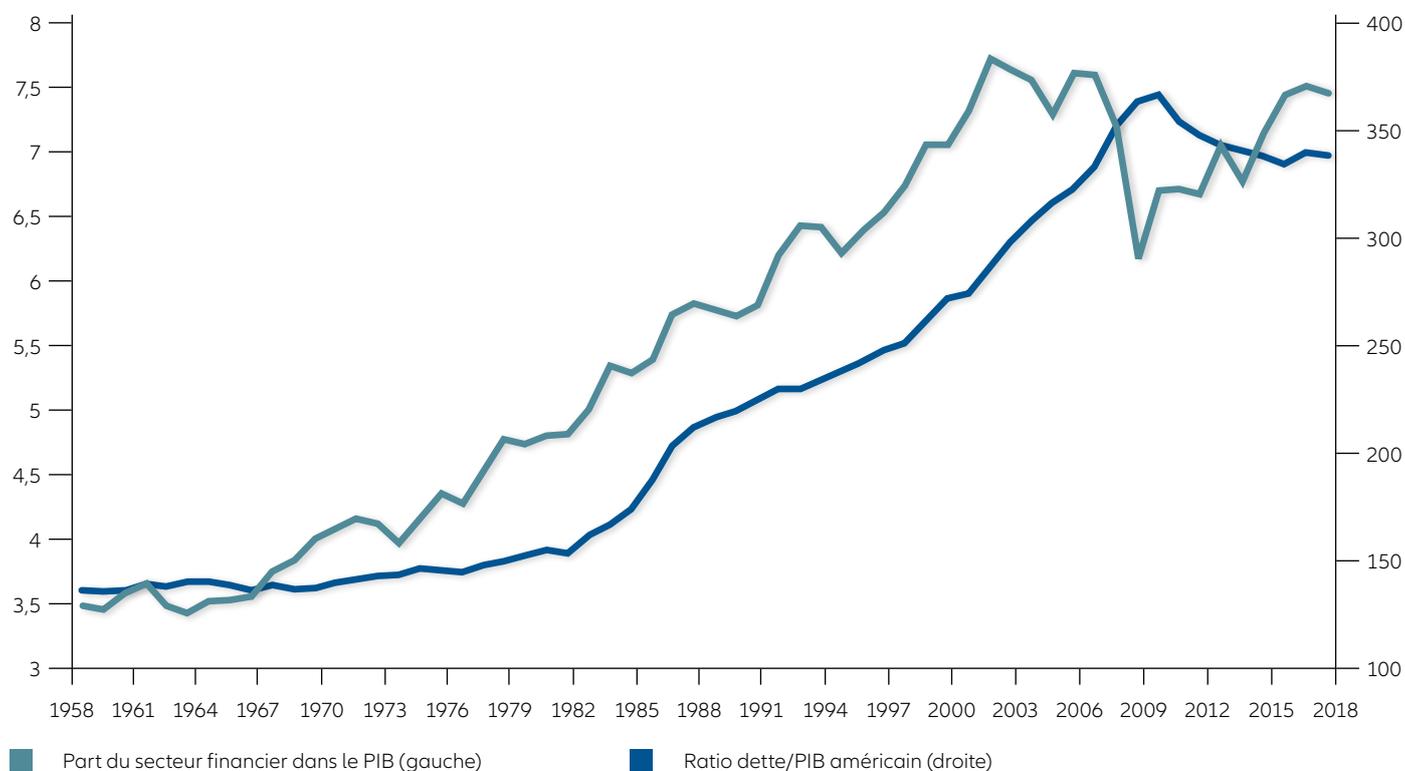
En Europe, en revanche, la part du secteur financier dans le PIB a légèrement reculé depuis la crise. Il en va de même pour le Japon depuis les années 1990. Dans de nombreux pays plus ou moins épargnés par la crise de 2007/2008 (tels que le Canada, la Suède, l'Australie, la Chine et Hong Kong), le secteur financier gagne toujours du terrain et reflète la hausse de l'endettement et du marché immobilier.



## F/ SECTEUR FINANCIER AMÉRICAIN : PART DANS LE PIB ET ENDETTEMENT

Données exprimées en pourcentage

Données exprimées en pourcentage



Source : Thomson Reuters Datastream

## 9/ Plus qu'un simple « voile », la politique monétaire a une incidence sur l'économie réelle à long terme

En ce qui concerne le rôle joué par la politique monétaire dans le cadre de la répartition des revenus et de la productivité, nous nous inscrivons résolument en opposition avec l'opinion du consensus. Nous sommes d'avis que le ralentissement de la croissance de la productivité et le creusement des inégalités ne s'expliquent pas uniquement par les distorsions monétaires.

D'autres facteurs tels que la politique de concurrence, la réglementation bancaire ou encore la politique fiscale entrent également en ligne de compte. Le cadre monétaire ne se limite toutefois pas à un « voile » jeté sur les tendances économiques réelles et peut même avoir un impact négatif sur la productivité, la croissance et la répartition des revenus.

**En ce qui concerne le rôle joué par la politique monétaire dans le cadre de la répartition des revenus et de la productivité, nous nous inscrivons résolument en opposition avec l'opinion du consensus.**



**Stefan Hofrichter**, Responsable Monde recherche économique et stratégie, Allianz Global Investors

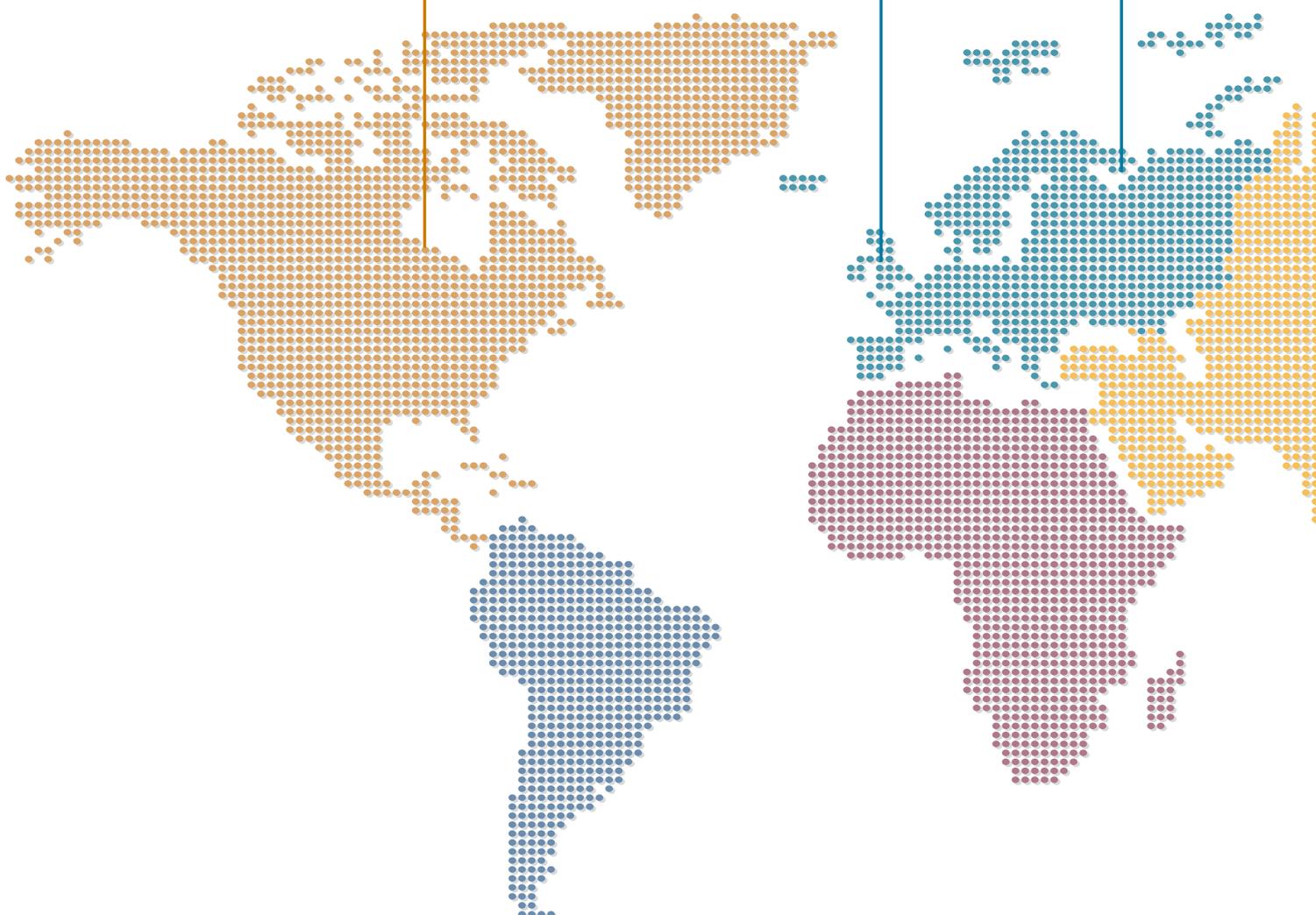
# Revue 2018 des marchés financiers

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

ÉTATS-UNIS	2018
S&P 500	2.650
10ans Treas.	3,15 %
Fed Funds	2,25 – 2,50 %

ROYAUME-UNI	2018
FTSE	8.000
10 ans Gilt	1,5 %
USD/GBP	1,25

ZONE EURO	2018
EURO STOXX 50	3.900
DAX	14.250
10 ans Bund	0,75 %
EUR/USD	1,13



CHINE	2018	JAPON	2018
HSCEI	11.000	Nikkei 225	23.500
PBOC	4,35 %	10 ans JGB	0,15 %
CNY/USD	6,80	CNY/USD	113



## SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DE RÉFÉRENCE

### 1/ TENDANCE ÉCONOMIQUE

Essoufflement de la dynamique économique – une reflation de fin de cycle. La contraction du marché du travail devrait également favoriser un nouveau resserrement de l'écart de production au niveau mondial. Principal risque : une guerre commerciale d'envergure mondiale.

### 2/ ÉVOLUTION DES PRIX

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

### 3/ POLITIQUE MONÉTAIRE

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

### 4/ POLITIQUE BUDGÉTAIRE

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

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

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

# Infrastructures : performances régulières et bienfaits sociaux

---

AUTEUR : DR. CHRISTIAN FINGERLE





Des infrastructures en parfait état de marche représentent un prérequis indispensable au bon fonctionnement de la société et à une croissance économique durable. Or, dans de nombreux pays, il y a bien longtemps que les dépenses consacrées à l'infrastructure ne suffisent plus à assurer leur entretien. La situation s'est même aggravée au fil des ans : la crise de la dette souveraine et le poids de plus en plus conséquent des dépenses de santé et des retraites ont exercé une pression financière sur les gouvernements. Ces lacunes se traduisent par un nombre croissant de projets d'infrastructures susceptibles d'intéresser les investisseurs privés, dans la mesure où ils associent la fourniture d'un service essentiel aux collectivités et une source de sécurité importante au travers de revenus réglementés par l'État ou contractuellement garantis.

### 1/ L'importance des infrastructures

Les infrastructures constituent le prérequis indispensable au bien-être social et à une croissance économique durable. Or, force est de constater qu'aucun pays n'investit suffisamment dans ce domaine. Dans un document consultatif publié l'année dernière, le McKinsey Global Institute (MGI) a ainsi indiqué que 3.700 milliards USD d'investissements seraient nécessaires dans les chemins de fer, les aéroports, les réseaux routiers et l'approvisionnement en énergie pour pouvoir suivre le rythme de la croissance anticipée. Et ce problème est loin de se cantonner aux seuls pays émergents.

L'Europe a cruellement besoin de revoir à la hausse l'enveloppe consacrée aux infrastructures afin de préserver sa compétitivité. Le MGI estime les besoins annuels en

investissements à 500 milliards USD et constate dans le même temps un manque de 50 milliards USD par an. L'écart s'est encore creusé, dès lors que les gouvernements ont subi une pression financière sous l'effet de la crise de la dette souveraine et du poids croissant des dépenses de santé et des retraites. En outre, les dispositions de Bâle III et autres règlements ont entraîné une certaine réticence de la part des banques, traditionnels prêteurs aux entreprises. Cet environnement a favorisé la démultiplication des projets d'infrastructures potentiellement propices à l'investissement privé, en cela qu'ils procurent un service essentiel aux collectivités et se distinguent par une position de marché hautement favorable ou par des revenus réglementés par l'État ou contractuellement garantis.

### 2/ Les défaillances des infrastructures en Europe

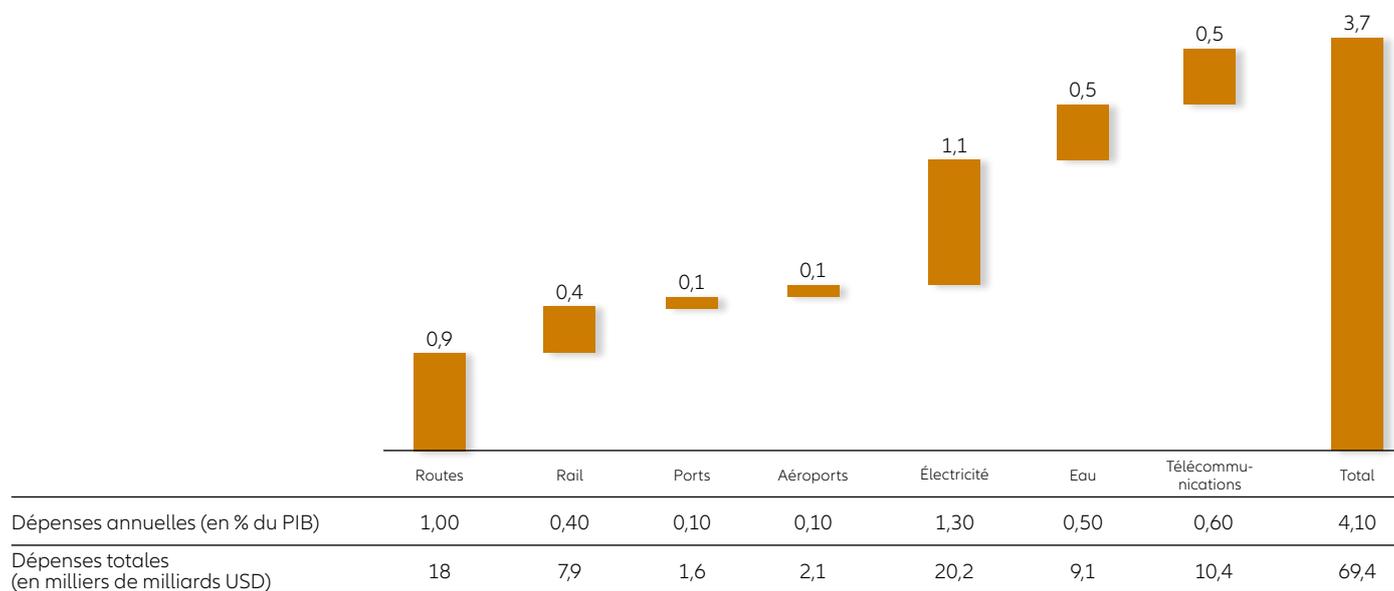
Certes, l'Europe dispose d'infrastructures correctes par rapport à d'autres régions, mais les installations vieillissent et doivent être rafraîchies. Par ailleurs, la plupart des segments du secteur des infrastructures connaissent actuellement une révolution structurelle, dont la pérennité va imposer des injections massives de capital. Par exemple, le secteur de l'énergie est en pleine transformation, sous l'effet du processus de décarbonisation en cours, activement soutenu par de nombreux pays européens. Le remplacement des techniques traditionnelles de production d'électricité, la décentralisation de la production d'énergie et l'électrification de certains secteurs requièrent également de nouveaux investissements dans les capacités de production. En outre, les réseaux électriques doivent être renforcés et les capacités de stockage accrues. Le secteur des transports va également

connaître une révolution déclenchée par l'émergence de plusieurs disruptions technologiques, telles que l'avènement des voitures autonomes, le développement du covoiturage ou encore l'expansion rapide des véhicules électriques. Les télécommunications présentent également de cruels besoins en investissement. Cette tendance résulte, d'une part, de l'explosion du trafic des données et, d'autre part, de la ferme volonté politique de surmonter les différences structurelles non seulement en Europe, mais également entre les villes et régions rurales. Le secteur de l'environnement devrait également bénéficier d'importants flux d'investissement, notamment le domaine de l'approvisionnement en eau, qui devient de plus en plus problématique au niveau mondial sous l'effet du changement climatique, de la croissance démographique et de la poussée de l'urbanisation.

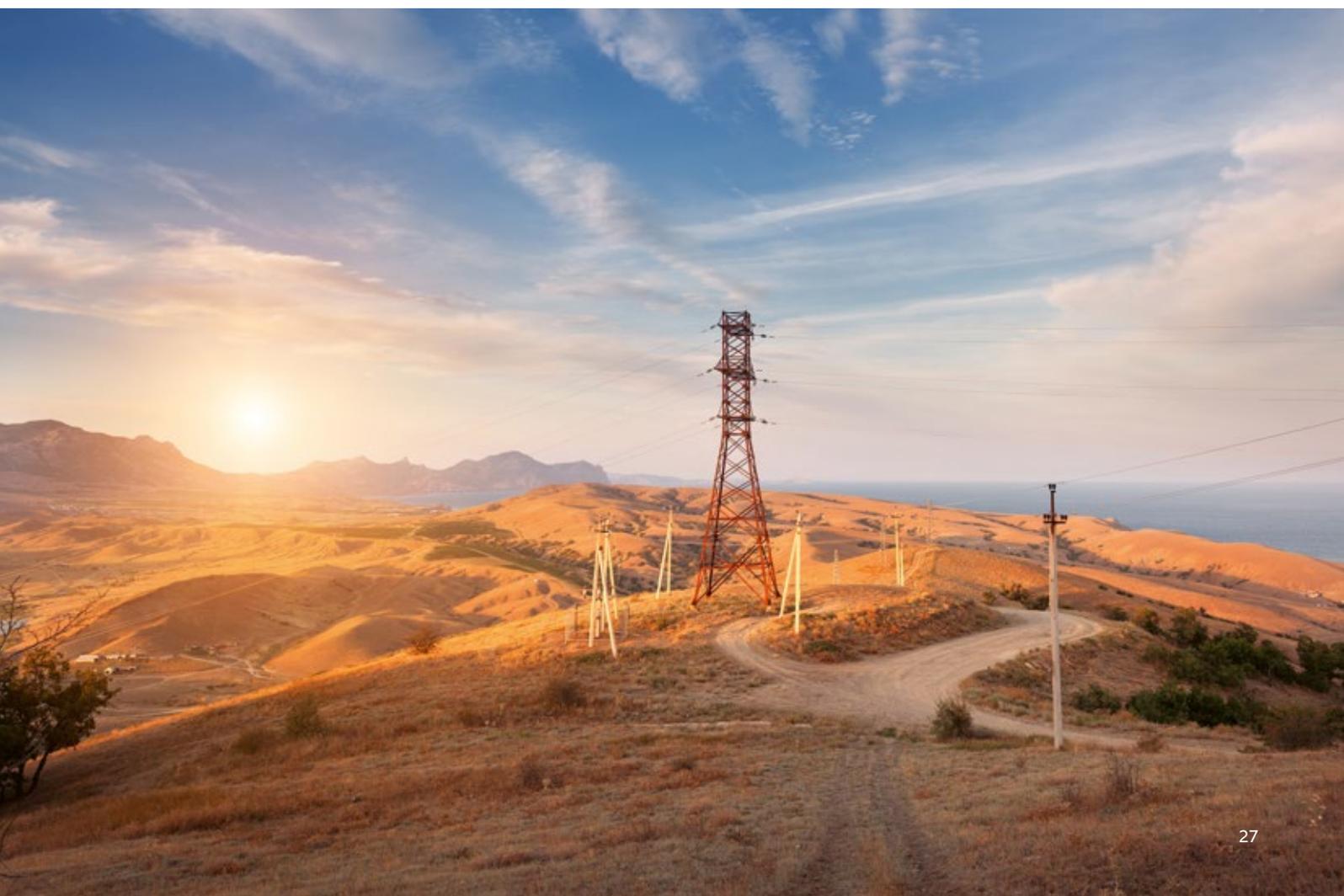
Cet environnement a favorisé la démultiplication des projets d'infrastructures potentiellement propices à l'investissement, en cela qu'ils procurent un service essentiel aux collectivités et se distinguent par une position de marché hautement favorable ou par des revenus réglementés par l'État ou contractuellement garantis.

## A/ BESOINS ANNUELS MOYENS EN INVESTISSEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES, MONDE (2017-2035)

En milliers de milliards USD (à prix constants)



Besoins annuels moyens en investissements dans les infrastructures dans le monde selon McKinsey



L'expertise est la clé du succès.



### 3/ Approche d'investissement d'Allianz Capital Partners<sup>1</sup>

Dans le secteur des infrastructures, nous avons jusqu'à présent exclusivement investis des capitaux pour le compte de fonds de pension et de compagnies d'assurance du réseau Allianz. Nous sommes des investisseurs de long terme et cherchons à générer des flux de trésorerie réguliers afin d'assurer une gestion optimale du passif de retraite et d'assurance. Allianz Capital Partners est spécialisé dans les investissements alternatifs dans le private equity, les énergies renouvelables et les infrastructures. Au mois de novembre 2018, les actifs sous gestion étaient répartis comme suit : 12,3 milliards EUR dans le private equity, 3,9 milliards EUR dans les énergies renouvelables et 9,7 milliards EUR dans les infrastructures. Là où Allianz Global Investors se concentre sur l'investissement dans des projets d'infrastructure financés par des capitaux de tiers, Allianz Capital Partners se spécialise dans les prises de participation et investit directement au capital d'entreprises ou de joint-ventures qui développent des projets d'infrastructure.

Conformément à notre approche d'investissement à long terme, nous privilégions davantage la génération de flux de trésorerie réguliers et fiables que d'une plus-value ponctuelle. Nos investissements dans les infrastructures répondent généralement aux critères suivants : 1) services essentiels fournis à l'économie et à la société ; 2) entreprises disposant de droits de propriété ou d'exploitation sur des actifs physiques ; 3) flux de trésorerie assurés par un cadre réglementaire établi ou un contrat solide afin de limiter les risques de perte ; 4) respect des principes ESG stricts d'Allianz ; 5) marchés ayant fait leurs preuves dans le domaine de l'investissement privé ; et 6) fortes barrières à l'entrée et faible risque de substitution grâce à des caractéristiques propres aux actifs. Nous visons systématiquement des structures de financement de qualité investment grade à longue échéance afin de réduire le risque de taux. Nous investissons généralement aux côtés d'investisseurs internationaux expérimentés qui partagent nos valeurs. Nous aspirons ainsi à assurer un contrôle conjoint ou à disposer d'un véritable droit de veto, afin de pouvoir exercer une réelle influence sur l'entreprise.

### 4/ Approche active de long terme

Les actifs d'infrastructures sont par nature des investissements à long terme, qui s'accompagnent bien souvent d'une forte visibilité. Par conséquent, les propriétaires d'actifs d'infrastructures qui fournissent des services essentiels à la société sont tenus d'agir de manière responsable. Chez Allianz Capital Partners, notre approche de long terme nous incite à rechercher la création d'une valeur ajoutée pérenne, aussi bien au profit de la collectivité que pour nos investisseurs, sur toute la durée de vie de l'actif. Nous regardons au-delà de la maximisation des bénéfices à court terme.

En tant qu'investisseurs actifs, nous travaillons main dans la main avec nos partenaires dans le but d'identifier les principaux moteurs de performance de nos investissements.

Nous privilégions les entreprises qui affichent une stratégie claire, déployée par une équipe dirigeante compétente dans un cadre de gouvernance qui permet d'assurer une gestion transparente et durable. En outre, nous accordons une attention tout aussi importante à des sujets tels que l'optimisation de la structure de capital, l'excellence opérationnelle, les initiatives de croissance, l'engagement auprès de l'ensemble des parties prenantes et la gestion adéquate des risques. Au niveau des entreprises dans lesquelles nous investissons, nous générons également de la valeur en recherchant une réduction fondamentale des risques, notamment au travers du montage de structures de financement investment grade à long terme.



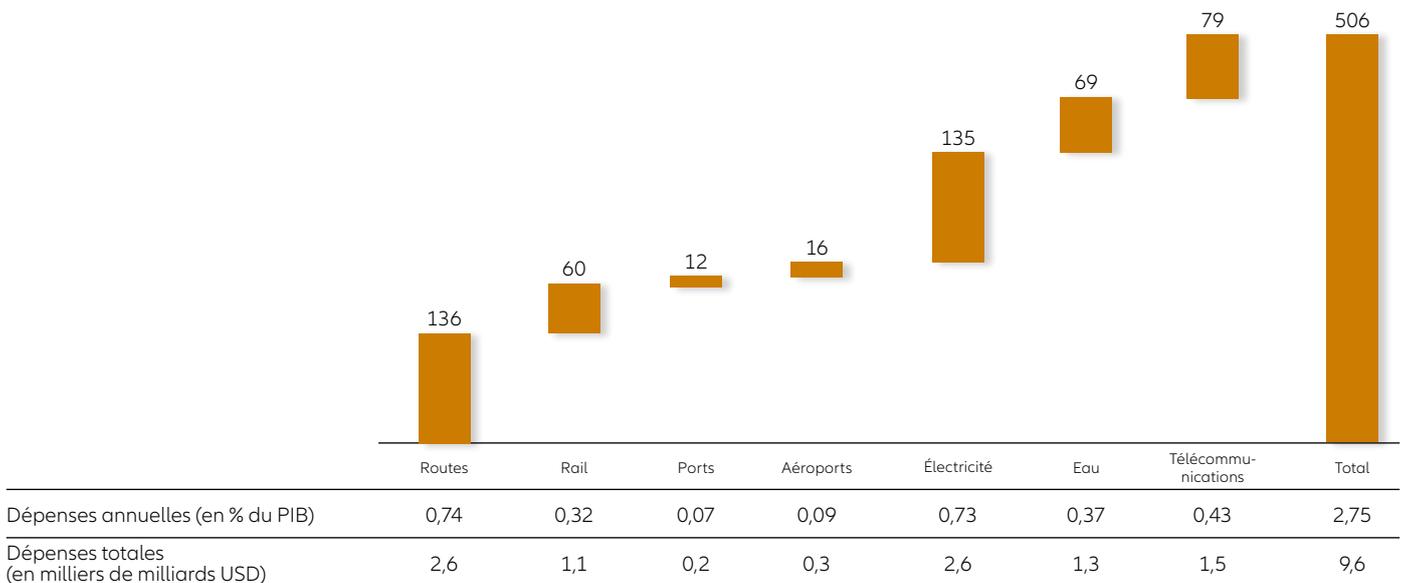
## 5/ Critères environnementaux, sociaux et de gouvernance

Allianz fait partie des pionniers de l'investissement ESG et déploie, depuis 1991, une approche socialement responsable. La société a récemment été distinguée en tant qu'assureur le plus durable au monde dans le cadre de l'indice Dow Jones Sustainability. En tant que filiale d'Allianz, nous avons intégré les directives ESG les plus strictes du

groupe dans le cadre de notre processus d'investissement et notre approche de gestion d'actifs. Les facteurs ESG sont au cœur de nos décisions d'investissement, dans la mesure où, en l'absence d'une prise en considération adaptée, ces facteurs peuvent se muer en risques majeurs.

### B/ BESOINS ANNUELS MOYENS EN INVESTISSEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES, EUROPE (2017-2035)

En milliers de milliards USD (à prix constants)



Besoins annuels moyens en investissements dans les infrastructures en Europe selon McKinsey



### Private Equity

12,3 mds EUR  
d'actifs sous gestion



### Énergies renouvelables

3,9 mds EUR  
d'actifs sous gestion



### Infrastructures

9,7 mds EUR  
d'actifs sous gestion

Statut : Q3 2018

## 6/ À venir

Le gisement de transactions devrait rester élevé ces prochaines années en Europe dans nos secteurs de prédilection, à savoir l'énergie, les transports, l'environnement et les télécommunications, qui représentent ensemble un potentiel d'investissement de plus de 10 milliards d'euros. À l'heure actuelle, nous analysons activement plusieurs transactions dans les segments des services aux collectivités intégrés, de la fibre optique et ainsi que dans certains sous-secteurs des transports. Nous investissons en outre dans des projets d'infrastructure dits « greenfield » (à développer), à l'instar du projet d'interconnexion « Neu-Connect », d'une capacité de transmission de 1,4 GW, qui doit transporter l'électricité produite au Royaume-Uni jusqu'en Allemagne, et inversement, par le biais d'un câble sous-marin long de 650 km.

Nos clients institutionnels pourront prochainement accéder à cette classe d'actifs porteuse : nous travaillons actuellement sur le lancement de notre premier fonds axé sur les infrastructures.<sup>2</sup>



**Dr. Christian Fingerle**, CIO, Allianz Capital Partners

# Nous renforçons nos capacités : découvrez la nouvelle équipe US Fixed Income.

AUTEURS : MARC PRODGERS ET THOMAS KNIGGE



## 1/ Allianz Global Investors a renforcé ses capacités de gestion obligataire avec le recrutement d'une équipe aux États-Unis

Depuis novembre 2017, nous avons sensiblement renforcé nos capacités de gestion d'obligations américaines en mettant sur pied l'équipe US Fixed Income, dirigée par Carl Pappo, CIO, US Fixed Income. Cette dernière regroupe 12 experts, qui jouissent en moyenne de plus de 19 ans d'expérience dans la gestion de portefeuilles institutionnels et de fonds d'investissement au sein des stratégies Core, Core-Plus et Liability-Driven Investments (LDI). Les membres de l'équipe, basée à New York et à Boston, travaillent ensemble pour la plupart depuis plus de dix ans, et viennent de Columbia Threadneedle Investments.

La complexité grandissante des conditions observées sur les marchés obligataires ces dernières années nous a incitée à améliorer continuellement notre offre clients en renforçant nos capacités locales (experts obligataires asiatiques et américains, entre autres) et mondiales (intégration de Rogge Global Partners). Au sein des différentes stratégies, nos décisions d'investissement sont également étayées par les perspectives générées par nos ressources locales et régionales. Les points de vue de nos experts nous permettent d'apporter une réponse ciblée aux défis rencontrés par nos clients et de leur proposer des solutions alternatives.

## 2/ Une approche de gestion active fondée sur la sélection de titres et l'allocation sectorielle

L'allocation sectorielle est l'un des atouts de l'équipe US Fixed Income, qui a contribué à une surperformance plus régulière des stratégies (voir **Graphique A/**). Carl Pappo résume ainsi la réunion d'allocation d'actifs mensuelle, qui aborde notamment la question des pondérations sectorielles : « Nous maintenons la surpondération des obligations d'entreprises (Corporate) et titrisées (Securitized) malgré leur valorisation relativement ambitieuse, mais nous nous concentrons sur les titres à taux variable d'émetteurs dotés d'une solvabilité bonne à très bonne. Nous privilégions par ailleurs une position neutre sur la duration. Dans l'ensemble, nous répartissons notre budget de risque sur les marchés du crédit ». Stephen Sheehan (Credit), Michael Zazzarino (Structured Assets) et Frank Salem (Government/Rates/LDI), ont ainsi établi un facteur clé de la construction du portefeuille.

Une autre force de l'équipe est la sélection de titres individuels qui est notre deuxième point fort. C'est le principal moteur de la surperformance engrangée par l'équipe US Fixed Income. Sur la base d'une recherche approfondie des émetteurs, les analystes d'obligations américaines réalisent, à l'aide de modèles propriétaires, des évaluations internes portant sur les forces fondamentales des différents

émetteurs à 12 mois, la stabilité des indicateurs de crédit ainsi que la solidité relative de l'émetteur au sein de son groupe de pairs. Selon Carl Pappo, cette approche détaillée et exhaustive de l'analyse devrait continuer de porter ses fruits à l'avenir. Nous sommes convaincu que les marchés obligataires américains se distinguent par des écarts de valorisation significatifs et répétés, qui peuvent être exploités grâce à une sélection de titres et une allocation sectorielle adaptées. Ces écarts s'expliquent par une multitude de facteurs. Ainsi, une grande partie des investisseurs sur les marchés obligataires américains ne se concentrent pas sur la performance totale (notamment les banques centrales et les gérants passifs) ou préfèrent tout bonnement éviter certains segments ou émissions en raison des dispositions réglementaires applicables par exemple aux banques, aux compagnies d'assurance et aux caisses de retraite. En outre, la liquidité limitée des transactions de gré à gré (OTC) peut induire des écarts de valorisation. Dans la pratique, le nombre de ces occurrences s'est encore accru ces dernières années sous l'effet de l'évolution du cadre réglementaire, le poids de nombreux établissements financiers et courtiers en tant que teneurs de marché s'étant sensiblement réduit dans le sillage de la crise financière de 2008.

### A/ HISTORIQUES

US Core et Core Plus					
Performances brutes historiques (%)	1 an	3 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Core Fixed Income Fund (UMMGX)	1,12%	3,57%	2,62%	3,68%	4,91%
Core Plus Fixed Income Fund (SRBFX)	1,97%	3,86%	3,18%	4,21%	5,36%
Indice Bloomberg Barclays US Aggregate	0,07%	2,71%	2,06%	2,95%	2,95%

US Long Term Gov./Credit					
Performances brutes historiques (%)	1 an	3 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Composite Long Duration Gov./Credit	0,30%	5,96%	4,42%	6,54%	7,98%
Indice Bloomberg Barclays US Long G/C	-0,79%	5,45%	3,94%	6,16%	7,37%

Source : Morningstar et eVestment ; au 30/11/2017

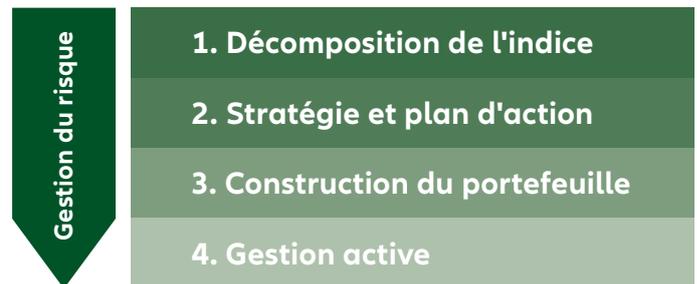
### 3/ Notre processus d'investissement vise à exploiter les écarts de valorisation

Des opportunités émergent sous l'effet du comportement des investisseurs et des conditions de marché, opportunités qui peuvent être mises à profit de manière ciblée grâce au processus d'investissement de l'équipe US Fixed Income.

L'équipe applique un processus d'investissement rigoureux, porté par des analyses d'entreprises, une sélection de titres individuels et une rotation sectorielle stratégique. Ce processus se compose de quatre étapes :

- 1/ Décomposition de l'indice – Analyse et évaluation de l'univers d'investissement et des facteurs de risque connexes
- 2/ Stratégie et plan d'action – Détermination de l'allocation au risque et aux secteurs ainsi que de la duration et du positionnement sur la courbe
- 3/ Construction du portefeuille – Sélection des titres individuels, tout en restant attentif à la contribution au risque de chaque position
- 4/ Gestion active – Identification du potentiel de génération d'alpha au sein du portefeuille

L'équipe US Fixed Income est convaincue que cette procédure permettra, comme dans le passé, de générer une performance relative positive. Dès lors, elle anticipe une surperformance du mandat US Core de 65-75 points de base par an sur le cycle de marché par rapport à l'indice de référence Bloomberg Barclays US Aggregate. S'agissant des mandats corporate américains proprement dits, une performance relative similaire est ciblée sur un horizon d'investissement de 3 à 5 ans, dans le respect d'un niveau de risque modéré (écart de suivi de 1-1,5%). Un ratio d'information d'au moins 0,5 semble donc parfaitement atteignable.



### 4/ Les obligations américaines peuvent être intéressantes dans une optique de génération de revenus

La Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé ses taux directeurs à plusieurs reprises depuis décembre 2015, la dernière fois le 26 septembre pour les fixer dans une fourchette de 2 à 2,25%. Parallèlement, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu son taux à -0,40% et ne commencera à le relever progressivement, selon le marché, qu'à partir de mi-2019 (voir **Graphique B/**). En conséquence, il ne sera guère aisé de parvenir à générer des rendements attractifs grâce à des obligations à court terme dans la

zone euro au cours des prochains mois, voire sur les 2 à 3 prochaines années. Dans un tel contexte, il peut s'avérer payant pour les investisseurs qui ont la possibilité d'investir en USD d'envisager le marché obligataire américain comme source d'exposition alternative. (voir **Graphique C/**). Il existe, outre les obligations souveraines, d'autres classes d'actifs hautement liquides assorties d'une solvabilité bonne à très bonne susceptibles de représenter une source de revenus intéressante.

### 5/ Fonds Allianz Short Term Plus : obligations américaines de duration courte, associant un potentiel de revenus élevé et une volatilité limitée

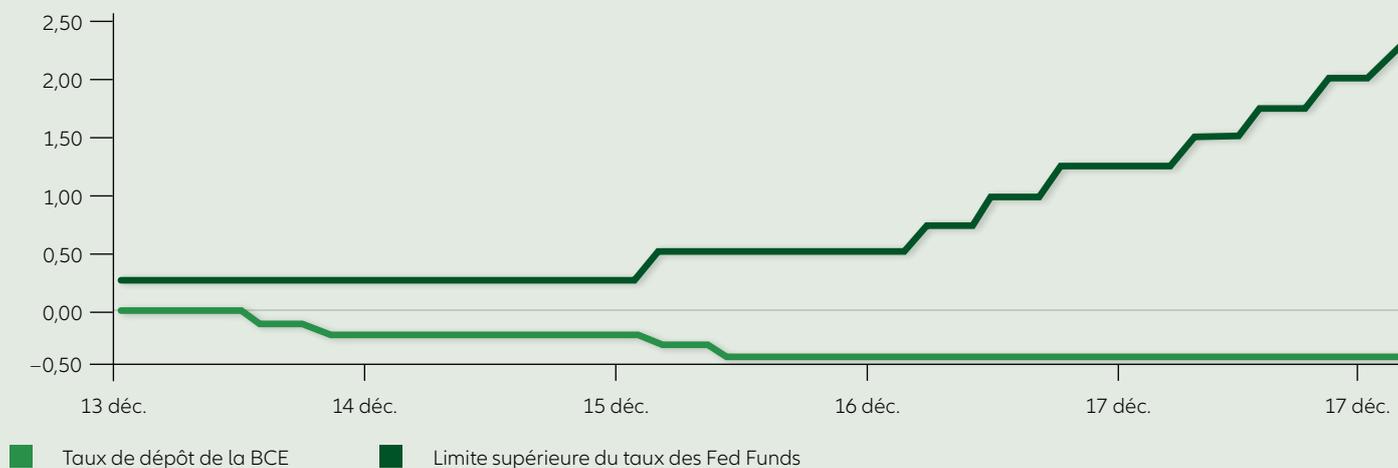
Au 4e trimestre, Allianz Global Investors ouvrira prochainement en Europe un accès à l'expertise de notre équipe US Fixed Income, avec le lancement d'une stratégie centrée sur les sources de revenus décrites ci-dessus. Dans le cadre de la stratégie Allianz Short Term Plus, l'équipe investit dans un portefeuille flexible et diversifié avec une maturité moyenne de moins d'un an et une notation moyenne investment grade. La stratégie cible les titres émis principalement par des entreprises américaines et libellés en USD. Ce fonds de duration très courte devrait ainsi générer une performance de près de 3%.

Grâce à l'association d'un profil de maturité très courte et d'une volatilité limitée, le fonds Allianz Short Term Plus présente un couple rendement/risque attractif, susceptible de constituer une alternative pertinente dans la perspective de la remontée des taux d'intérêt en Europe.

La stratégie déployée par notre équipe US Fixed Income repose sur l'idée selon laquelle les niveaux de taux plus élevés aux États-Unis pourraient aider nos clients européens à réaliser leurs objectifs d'investissement.

## B/ ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS

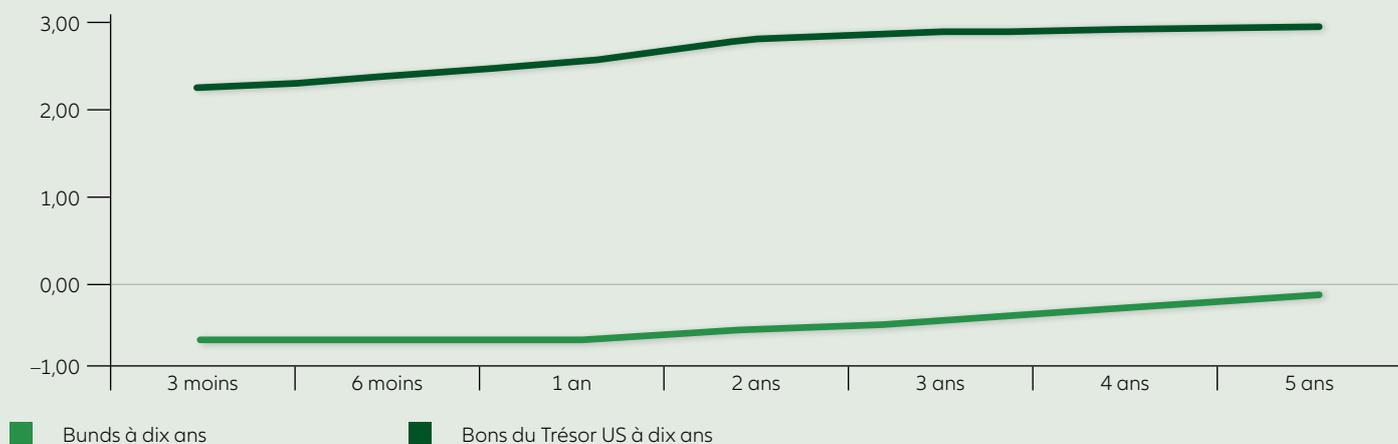
Données exprimées en pourcentage



Source : Bloomberg, Allianz Global Investors ; au 25/09/2018

## C/ COMPARAISON BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN/BUNDS

Données exprimées en pourcentage



Source : Bloomberg, Allianz Global Investors ; au 25/09/2018



**Marc Prodgers**, Spécialiste produits obligataires, Allianz Global Investors



**Thomas Knigge**, Spécialiste produits obligataires, Allianz Global Investors

# Allianz Global Investors offre aux investisseurs un accès à la classe d'actifs Trade Finance.

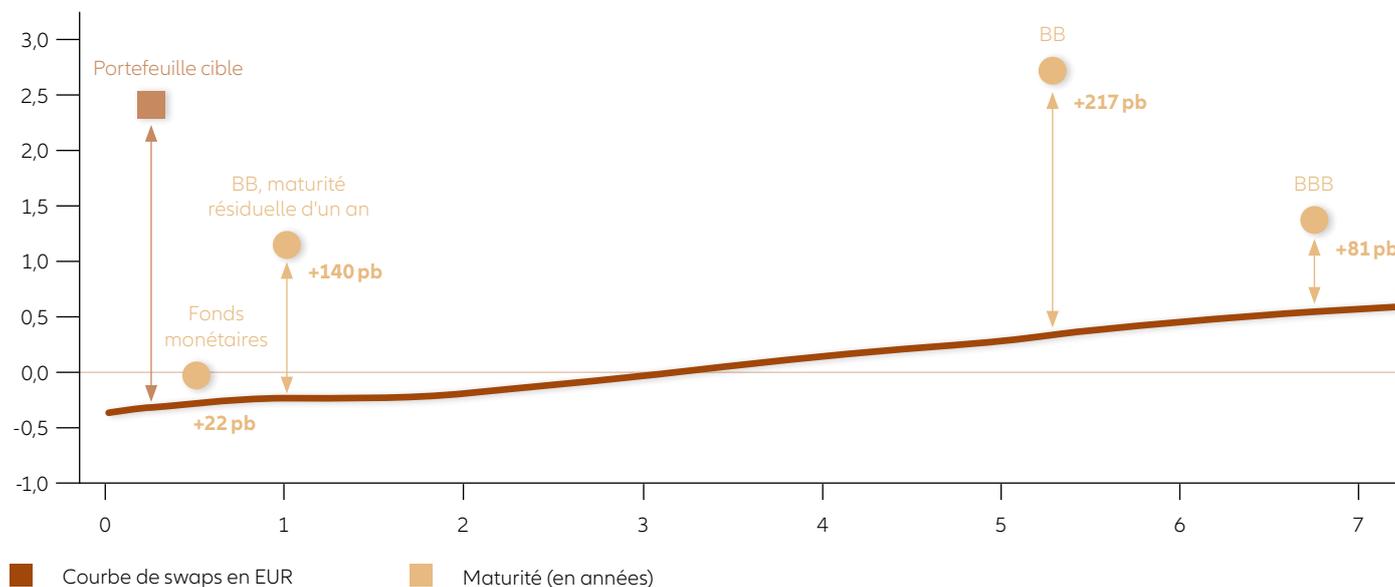
Le Trade Finance se caractérise par un rendement attrayant et une diversification accrue, mais également par une volatilité réduite et une maturité très courte. En d'autres termes, Allianz Global Investors propose aux investisseurs, au travers du fonds Allianz Working Capital, une solution d'investissement simple au sein d'une classe d'actifs complexe.

## Trois points clés

- 1/ Le fonds Allianz Working Capital vise un rendement égal à l'Euribor + 275 points de base et une maturité d'environ 120 jours.
- 2/ Le Trade Finance se caractérise par des investissements à court terme assortis de rendements intéressants. La faible corrélation de la classe d'actifs apporte de la diversification au portefeuille.
- 3/ La demande mondiale pour les actifs de Trade Finance dépasse l'offre de 1 500 milliards USD. L'évolution des tendances de marché permet aux investisseurs institutionnels d'accéder pour la première fois à cette classe d'actifs attrayante.

## A / ALLIANZ WORKING CAPITAL FUND : UNE SOLUTION AUX PRÉOCCUPATIONS DES INVESTISSEURS

Rendement brut (en %)



Source : Indice Bloomberg Barclays EUR Industrial Bond et indice Bloomberg 1y Industrial BB, au 30 juillet 2018 ; AllianzGI 2018.<sup>3</sup>

La Banque centrale européenne va-t-elle relever ses taux ? Quelles sont les répercussions de l'envolée des risques géopolitiques sur le portefeuille ? Comment optimiser la disponibilité limitée de capital-risque ? Comment générer un rendement positif grâce à des titres obligataires ? Qu'advient-il en cas de correction des marchés financiers ? Au moment de placer leurs capitaux, les investisseurs sont confrontés à des défis de taille, auxquels les actifs de Trade Finance peuvent apporter une solution.

Cette classe d'actifs permet aux investisseurs de financer des activités commerciales à court terme au sein de l'économie réelle. Ils peuvent, par exemple, affacturer pour le compte de fournisseurs, en achetant avec une décote des créances non échues dues par une entreprise industrielle. Allianz Global Investors peut également octroyer un prêt à un fournisseur, garanti par les créances de ses clients.

Le marché du Trade Finance représente une taille colossale. Les exportations mondiales se sont sensiblement accrues depuis 40 ans : là où le volume de ce segment représentait moins de 2 000 milliards USD en 1978, il s'élève aujourd'hui à près de 20 000 milliards USD. Une grande partie des exportations doit être financée, générant ainsi des opportunités d'investissement intéressantes. En effet, la demande mondiale en financements d'opérations dépasse largement l'offre – selon les estimations de la Banque asiatique de développement, le différentiel atteindrait 1 500 milliards USD.

Trois tendances ont contribué à ouvrir la classe d'actifs du Trade Finance aux investisseurs institutionnels. Les banques, qui financent d'ordinaire les activités commerciales, ne sont plus à même de répondre aux besoins de financement, en raison notamment du durcissement des exigences de fonds

propres prudentielles. En conséquence, d'autres sources de capitaux doivent être trouvées en dehors du secteur bancaire. En parallèle, les innovations technologiques permettent aux acteurs de la FinTech de réduire les coûts des nouvelles opérations de financement ou des opérations de plus petite taille. La troisième tendance a trait à la réglementation. La Directive européenne relative à la facturation électronique prévoit que, à compter de 2018, les entreprises devront exclusivement facturer les biens ou services fournis aux institutions gouvernementales européennes sous la forme électronique. Nombre de petites et moyennes entreprises modifient par conséquent leur système de facturation. Ainsi, de nouvelles possibilités émergent dans le domaine du financement des factures.

Les barrières à l'investissement dans le segment du Trade Finance sont toutefois élevées. Ce marché est en effet très complexe, tant sur le plan opérationnel que de l'amorçage. Sous la direction du gérant Martin Opfermann, qui a créé le pôle Trade Finance, Allianz Global Investors est parvenu à surmonter ces obstacles et propose aux investisseurs une solution d'investissement simple sous la forme du fonds Allianz Working Capital. Le fonds vise à surperformer l'Euribor de 275 points de base après couverture du risque de change, et offre ainsi une performance comparable au segment high yield, pour une durée bien plus courte. La maturité des investissements est d'environ 120 jours, ce qui procure aux investisseurs un délai de résiliation très court. Grâce à l'association d'expertise d'AllianzGI en placements privés et en crédit, nous pouvons donner accès à nos clients à un profil rendement/risque très différenciant, et notamment un profil rendement/coût en capital particulièrement attractif pour les investisseurs soumis à Solvency II en « modèle standard ».



**Tobias Pross**, Responsable Monde de la Distribution et Directeur EMEA, Allianz Global Investors, discute avec **Hans-Jörg Naumer**, Responsable Monde Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors

# Favoriser la prospérité pour tous

**M. Pross, vous occupez un poste de dirigeant au sein d'une société de gestion internationale, vous représentez l'ensemble du secteur des fonds d'investissement allemands en tant que président de l'association BVI et vous vous êtes prononcé, au sein d'un ouvrage récent<sup>4</sup>, en faveur du développement de l'actionnariat salarié. Ces positions sont-elles compatibles ?**

*Tobias Pross:* Absolument. Les avantages d'une participation des employés au capital, nombreux et variés, ont été parfaitement résumés par le ministère fédéral du Travail et des Affaires sociales sous la direction du ministre de l'époque, Olaf Scholz : « Les employés sont plus susceptibles de s'identifier avec " leur " entreprise. Une telle approche développe la solidarité, la transparence et la motivation, renforçant ainsi la base financière de l'entreprise. »<sup>5</sup>

S'il existe certes des avantages en termes de « gouvernance », je suis personnellement beaucoup plus intéressé par les bénéfices pour la société : la ligne de démarcation entre capital et travail peut ainsi être supprimée. Les employés

deviennent alors des propriétaires qui participent au succès de l'entreprise, non seulement en recevant un salaire, mais aussi indirectement à travers le capital. Ils se transforment en partenaires de la réussite de l'entreprise, prêts à prendre leur part de la prime de risque liée au capital investi dans l'activité. À une époque où la part des salaires dans le revenu national agrégé diminue en faveur du revenu du capital – une tendance qui se manifeste dans tous les pays industrialisés – la participation au revenu du capital devrait d'autant plus être encouragée par l'actionnariat. Enfin, il s'agit aussi d'un moyen de lutter contre le problème très controversé des « inégalités » de revenu et de patrimoine..

## Mais quel est le rôle d'un gérant actif dans ce domaine ? En particulier, d'un gérant soucieux de diversifier les risques ?

*Tobias Pross:* Je pense qu'il peut agir de deux manières : à travers l'intégration des processus de filtrage ESG et à travers la promotion des « fonds d'actionnariat » (Teilhaberfonds). L'actionnariat salarié - défini comme la participation directe des salariés au capital des entreprises qui les emploient - ne peut être qu'un premier pas vers l'investissement en capital. Là encore, nous avons un rôle à jouer en tant que société de gestion d'actifs, en particulier dans la mesure où nous adoptons une approche d'intégration ESG dans nos stratégies. L'acronyme « ESG » désigne les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. La moitié des fonds internationaux des investisseurs institutionnels sont gérés conformément aux Principes pour l'investissement responsable (PRI) des Nations unies, dont sont

issus les facteurs ESG. Ces fonds représentent environ 60 000 mds USD.

Je suggère donc que les avantages de l'actionnariat salarié soient systématiquement intégrés dans l'analyse de la valeur d'une entreprise, via les critères ESG. Ceux-ci couvriraient alors non seulement la « gouvernance » (la structure incitative), mais surtout le critère « social », y compris les sous-catégories « relation avec la communauté », « conditions de travail équitables » et « rémunération et avantages ». En conséquence, les entreprises qui encouragent sérieusement la participation des salariés disposeraient d'un avantage concurrentiel dans la recherche de capitaux.

## Il reste, bien entendu, le problème du cumul des risques...

*Tobias Pross:* En effet. L'actionnariat salarié comme élément d'une bonne gouvernance d'entreprise doit être envisagé de manière critique, dans le contexte du cumul des risques actionnaire-employé. Dans le scénario le plus

défavorable, par exemple si l'entreprise fait faillite, un employé détenant une participation dans l'entreprise pour laquelle il travaille est susceptible de perdre à la fois son emploi et son patrimoine accumulé.

## Quelles solutions proposez-vous ?

*Tobias Pross:* Défendre la promotion de l'actionnariat salarié est une première solution. Proposer des instruments adaptés pour équilibrer le risque et la performance constitue pour le secteur des fonds d'investissement la deuxième manière d'assumer cette importante responsabilité sociopolitique. Selon moi, la solution réside dans les « fonds d'actionnariat » (Teilhaberfonds).

Du point de vue de leur principe fondamental, les fonds d'actionnariat ne sont pas une idée entièrement nouvelle. En 2009, le « fonds de participation des employés » (Mitarbeiterbeteiligungsfonds) a été inclus dans la loi allemande sur les investissements en tant que nouvelle catégorie de fonds.

Dans un objectif de répartition des risques, il est possible d'introduire dans des fonds de ce type des placements en actions fongibles et non fongibles effectués par des salariés de différentes entreprises. Cela permet de proposer une participation indirecte, le fonds étant alors utilisé comme véhicule d'investissement. Les actifs de ce type de fonds ont le statut d'actifs séparés (Sondervermögen) ; autrement dit, le fonds est administré par une société de gestion, mais les parts qu'il contient demeurent la propriété des détenteurs de parts.

## Dans une période d'importants bouleversements technologiques, qui ne manqueront pas de peser sur la répartition des revenus et des richesses, nous autres gérants de fonds devons relever le défi de « la prospérité pour tous ».

### Mais ces fonds de participation des employés n'ont jamais vraiment décollé.

*Tobias Pross:* C'est indéniable. Les fonds de participation des salariés répondent effectivement au besoin de diversification des risques, mais ils peuvent être considérés comme trop rigides, car leur univers d'investissement est limité aux entreprises participantes. On peut également

contester le fait que les salariés ne puissent exercer leur droit de propriété, alors qu'ils apportent des capitaux propres et devraient avoir leur mot à dire dans les décisions de l'entreprise. La participation véritable inclut la possibilité d'exercer son droit de propriété sur le capital.

### Mais cela n'est pas possible avec les fonds ordinaires.

*Tobias Pross:* Effectivement, mais à l'ère numérique, nous devons trouver un moyen d'évoluer du « vote par procuration » au « vote des actionnaires ». Les détenteurs de parts du fonds pourraient se voir attribuer un droit de vote aux assemblées générales des entreprises, en proportion du nombre de parts qu'ils détiennent. Ils pourraient les échanger entre eux afin d'exercer leurs droits de vote dans l'entreprise pour laquelle ils travaillent et dont ils détiennent une partie du capital, et ce où ils le souhaitent. Tout cela pourrait être réalisé grâce à une

application. La diversification et l'exercice des droits de vote, autrement dit des droits de propriété, ne s'excluent pas mutuellement. Permettez-moi d'aller droit au but : dans une période d'importants bouleversements technologiques, qui ne manqueront pas de peser sur la répartition des revenus et des richesses<sup>6</sup>, nous autres gérants de fonds devons relever le défi de « la prospérité pour tous ». La gestion active doit permettre à tous de participer à la richesse générée par l'économie dans son ensemble.



**Hans-Jörg Naumer**, Responsable Monde  
Capital Markets & Thematic Research,  
Allianz Global Investors

# Toutes les sources et supports bibliographiques

## Répartition des revenus et des richesses

### Références :

- P. Amaral : « Monetary Policy and Inequality » (Politique monétaire et inégalité), janvier 2017, Economic Commentary, No. 2017-01, Réserve fédérale de Cleveland.
- D. Andrews, C. Criscuolo, P. Gal (2016) : « The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy » (Les meilleurs à l'épreuve du reste du monde : Ralentissement de la productivité mondiale, divergence entre les entreprises et rôle des pouvoirs publics), Compendium des indicateurs de productivité de l'OCDE, No. 5, données Orbis du Bureau van Dijk (BVD).
- C. Borio : « A blind spot in today's macroeconomics? » (Angle mort de la macroéconomie contemporaine ?), janvier 2018, Conférence commune BRI-FMI-OCDE sur le thème « Weak productivity: the role of financial factors and policies » (Faiblesse de la productivité : rôle des politiques et facteurs financiers), remarques des intervenants.
- Deutsche Bundesbank (banque centrale allemande) : « Distributional effects of monetary policy » (Effets de distribution de la politique monétaire), septembre 2016, Rapport mensuel.
- P. Duarte, G. Schnabel : « Monetary Policy, Inequality and Political Instability » (Politique monétaire, inégalités et instabilité politique), novembre 2017, CESifo Working Paper, 6734.
- A. Hoffmann, G. Schnabel : « Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution » (Effets néfastes des politiques monétaires ultra-accommodantes sur l'investissement, la croissance et la distribution des revenus), février 2016, CESifo Working Paper No. 5754.
- Moniteur des finances publiques du FMI : « Tackling Inequality » (Résoudre le problème de l'inégalité), octobre 2017.
- Note interne du FMI : « Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective » (Causes et conséquences des inégalités de revenus : une perspective mondiale)
- Working Paper du FMI : « The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality » (Les effets des chocs de politique monétaire sur les inégalités), décembre 2016, WP/16/245.
- M. Storz, M. Koetter, R. Setzer : « Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe » (Entreprises zombies et banques en difficulté en Europe : est-il bien sage de les laisser coexister ?), octobre 2017, Working Paper de la BCE, 2104.

## Investir dans les infrastructures

- Page 29:** Allianz Capital Partners – <http://www.allianzcapitalpartners.com/imprint> – renvoie au gestionnaire interne du Groupe Allianz spécialisé dans les investissements alternatifs et constitue une division indépendante d'Allianz Global Investors depuis le 1er janvier 2018.
- Page 31:** Allianz Capital Partners a reçu l'agrément AIFMD (GFIA) le 22 octobre 2018 de l'autorité de marché allemande, la BaFin.

## Actualité Allianz Global Investors

- Page 37:** Les prévisions ne préjugent pas des performances futures. Les états financiers ci-inclus peuvent inclure des déclarations fondées sur des anticipations futures ou des projections établies à partir des perspectives actuelles et des hypothèses de l'équipe dirigeante. Ces perspectives et hypothèses comportent des risques connus et inconnus ainsi que des retombées incertaines qui pourraient se traduire par une importante divergence entre les résultats, performances ou événements réels et ceux exprimés expressément ou implicitement dans les présents états financiers. Nous ne sommes en aucun cas tenus d'actualiser ces déclarations prospectives.

## Interview

- Page 39:** L'ouvrage intitulé « CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung für das 21. Jahrhundert ». (La RSE et la participation des salariés : la gestion actions au XXIe siècle) sera publié cet octobre par Springer. Les éditeurs incluent le Dr. Heinrich Beyer et Hans-Jörg Naumer, qui a conduit la présente interview.
- Page 39:** Ministère fédéral du travail et des affaires sociales (Allemagne) ; « Employee Capital Participation – Models and Support Paths » (Participation des salariés au capital : modèles et possibilités de mise en œuvre) ; 2009
- Page 41:** Cf. également l'interview de Carl-Benedikt Frey dans l'Update Magazine II/2017

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 garantis. 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](http://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](http://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](http://www.allianzgi.com/Info)).

Pour les investisseurs en Suisse : Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors (Schweiz) AG, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), une société anonyme enregistrée en Suisse, dont le siège social se situe Gottfried-Keller-Strasse 5, 8001 Zürich, enregistrée au tribunal local de Zurich sous le numéro CHE-142.648.785 et agréée par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers ([www.finma.ch](http://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 légales

### Update III/2018

Le magazine d'Allianz Global Investors destiné aux investisseurs institutionnels

### Éditeur :

Allianz Global Investors GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne  
[ch.allianzgi.com](http://ch.allianzgi.com)  
[ch.allianzgi.com/fr-fr/updatemagazine](http://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](mailto: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 novembre 2018





# 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.

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

**Allianz**   
Global Investors