



# La lettre Obligataire d'AllianzGI Point de vue du comité d'allocation d'actifs

Février 2021

Réservé aux investisseurs professionnels

Value. Shared.

**Allianz**   
Global Investors

# Utilisation des risques

**Biais en faveur d'une légère hausse du risque ; conviction plus forte à court terme**

## La stratégie en quelques mots

- 1** La croissance plus vigoureuse aux États-Unis que dans le reste du monde grâce à un dosage des politiques monétaire et budgétaire (« policy-mix ») plus favorable continue de soutenir le thème de la reflation américaine dans les portefeuilles. Nous renforçons sensiblement ce thème via un positionnement sur la pentification de la courbe américaine ; nous privilégions désormais une combinaison de bons du Trésor 2-10 ans et 5-30 ans avec la possibilité de renforcer l'exposition à la courbe via les bons du Trésor 2-10 ans.
- 2** Nous sommes moins optimistes à l'égard du crédit par rapport à la dernière réunion consacrée à l'allocation d'actifs car les valorisations sont plus élevées et donc moins attrayantes pour cette classe d'actifs. Toutefois, nous convenons que les facteurs techniques restent extrêmement solides. Nous recommandons de maintenir un biais surpondéré et de renforcer les risques si nous observons un élargissement des spreads de crédit. Le secteur des obligations financières subordonnées offre une fenêtre d'opportunité soulignée par l'équipe Crédit.
- 3** Nous pensons qu'il est opportun d'augmenter le risque des stratégies de change après six mois de faible exposition. Nous avons une préférence pour l'achat de devises émergentes face à l'USD et à l'EUR ; les candidats des marchés émergents incluent le CNY et le RUB.
- 4** L'équipe Marchés émergents recommande d'affecter le risque à certains taux des marchés émergents en devise locale couverts contre le risque de change dans la mesure où les courbes de taux se sont pentifiées et que le resserrement monétaire est déjà largement intégré dans les cours.
- 5** Nous préférons attendre que les rendements des bons du Trésor US s'approchent de 1,4-1,5% avant d'allonger la durée structurelle des portefeuilles.

## Partie 1

# Perspectives macroéconomiques et politiques mondiales

## Perspectives macroéconomiques de base



**De l'avis général, la reprise économique mondiale et les conditions financières accommodantes continuent de soutenir les actifs risqués au S1 2021, même si le couple risque/rendement est moins intéressant. Ces perspectives favorables pourraient être mises à mal au S2 si des craintes concernant un tour de vis monétaire de la Réserve fédérale commencent à émerger.**

- La croissance mondiale devrait continuer à progresser en 2021 à la faveur de conditions financières exceptionnellement accommodantes. Toutefois, la reprise devrait devenir moins synchronisée avec l'apparition de signes de divergence entre les politiques budgétaires et monétaires mondiales. Les États-Unis devraient faire mieux que les autres économies durant le rebond cyclique, soutenus par les mesures de relance budgétaire déployées à grande échelle en 2021.
- Les pressions inflationnistes cycliques augmentent face à la lente réduction des écarts de production, à la hausse du prix des matières premières sous l'effet du

rebond de la demande et à l'émergence de goulots d'étranglement du côté de l'offre. Dans le même temps, les effets de base tireront les taux d'inflation globale vers le haut au T2 2021, notamment aux États-Unis.

- Les décideurs politiques (notamment la Fed) ne devraient pas s'appesantir sur le rebond de l'inflation à court terme.
- La Fed a indiqué qu'elle considérerait l'inflation déclenchée par les effets de base et le rebond de la consommation tiré par la réouverture de l'économie comme un phénomène transitoire. Par ailleurs, la Fed ne devrait pas réagir outre mesure au programme de relance budgétaire tant qu'elle n'aura pas connaissance de l'inflation réelle et de son rythme d'accélération sur l'année.
- Compte tenu du faible niveau d'inflation depuis des décennies, la Fed peut se permettre de laisser filer l'inflation. Selon le régime de ciblage de l'inflation moyenne de la Fed, le taux d'inflation moyen sur trois ans doit être bien

supérieur à 2% pour déclencher un tour de vis monétaire.

- À plus long terme, nous estimons que les perspectives d'inflation restent relativement modérées dans la mesure où les freins séculaires à la hausse de l'inflation sont toujours en place. Font notamment partie de ces freins séculaires les tendances démographiques, le surendettement croissant et la répartition des revenus et des richesses. Par exemple, les travailleurs américains ont un pouvoir de négociation limité en matière de salaires. Par ailleurs, le taux du swap d'inflation américain à 5 ans dans 5 ans atteint déjà 2,4%, son plus haut niveau depuis la fin 2018. En conséquence, une grande partie de la hausse attendue de l'inflation est déjà intégrée dans les cours.
- Sur le front de la politique budgétaire, les États-Unis devraient adopter un positionnement plus procyclique que les autres marchés en 2021, même si les risques d'un resserrement budgétaire dans les pays développés restent faibles.
- Selon nous, les banques centrales du G4 sont peu enclines à abandonner leur cap ultra-accommodant compte tenu des incertitudes entourant la forme et le rythme de la reprise économique en 2021. Leurs orientations prospectives (« forward guidance ») devraient continuer d'influencer les taux à court terme.
- Toutefois, l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaire de grande ampleur le mois prochain aux États-Unis (et éventuellement au S2) augmente le risque que l'économie américaine approche du plein emploi en 2022 (donc, bien plus rapidement qu'après la crise financière mondiale de 2008/2009). Ceci pourrait inciter la Fed à signaler l'arrêt progressif de ses achats d'actifs avant la fin de l'année. Ou alors, les marchés commenceront d'intégrer une telle éventualité dans les cours, même s'il ne s'agit pas de notre scénario de base (voir les risques entourant les perspectives de base ci-dessous).

## Risques entourant les perspectives de base



**Nous avons évoqué différents scénarios de risque vis-à-vis de nos perspectives macroéconomiques de base, dont l'arrêt progressif des achats d'actifs plus tôt que prévu et les répercussions d'une croissance plus vigoureuse aux États-Unis que dans le reste du monde en 2021 sur notre opinion baissière concernant le dollar.**

### **Arrêt progressif des achats d'actifs de la Fed :**

- Le dosage des politiques monétaire et budgétaire (« policy-mix ») aux États-Unis est clairement plus reflationniste que dans d'autres pays. Le risque existe que l'économie américaine affiche un écart de production positif avant la fin de l'année et revienne au plein emploi d'ici 2022. Ces éventualités dépendront de l'ampleur effective du programme de relance budgétaire de l'administration américaine (proposition actuelle : 1,9 milliard de dollars) qui devrait être finalisé en mars. Nous avons conscience du fait que ce programme pourrait brouiller la communication de la Fed (notamment sur le rythme de ses achats d'actifs) d'ici la fin de l'année.
- Tout bien considéré, la Fed continuera de signaler un cap ultra-accommodant tout au long de 2021 tout en

communiquant avec prudence sur le moindre changement dans son programme d'achat d'actifs.

- La Fed a reconnu avoir tiré les enseignements de sa communication autour du « taper tantrum » de 2013. Par ailleurs, le régime de ciblage de l'inflation moyenne autorise l'inflation à court terme à dépasser sa cible sans que cela ne déclenche de resserrement de la politique monétaire.
- L'éventualité d'un retrait progressif des achats d'actifs de la Fed pendant l'année représente un frein pour les marchés du crédit. Mais d'autres facteurs techniques, notamment l'offre nette, restent positifs en 2021, ce qui soutient la stabilité des spreads de crédit.

### **Risques pour notre opinion baissière sur le dollar :**

- Le déficit de la balance courante américaine pourrait significativement se creuser en 2021 quand les ménages réduiront leur surplus d'épargne à la faveur des chèques de relance distribués par l'administration américaine ; les flux de la balance des paiements continuent de plaider en faveur d'une baisse du dollar.

- Toutefois, même si l'abandon progressif du programme d'achats d'actifs de la Fed ne figure pas dans notre scénario de base, la surperformance de la croissance américaine par rapport au reste du monde pourrait inciter les marchés à s'attendre à ce que la Fed adopte un biais moins accommodant avant les autres banques centrales du G4, ce qui réduirait une partie des risques baissiers pour le dollar américain.
- Étant donné que ces risques pourraient sporadiquement augmenter sur les marchés des changes en 2021, nous ferons preuve de davantage de sélectivité dans les devises émergentes que nous privilégions. Nous cherchons également à diversifier notre panier de financement au-delà du dollar en ajoutant d'autres devises, notamment l'euro (nous pensons que la reprise économique dans la zone euro sera lente et décevante dans l'année à venir).
- Nous pensons que les banques centrales asiatiques interviendront moins sur les marchés des changes que l'année dernière car les balances courantes devraient se dégrader ; les réserves de change ont atteint un niveau approprié et les banques centrales ne souhaitent pas courir le risque de se faire accuser par le Trésor américain de manipuler les devises.

## Valorisations



**Afin de déterminer quelles sont nos opinions macroéconomiques de base et quels sont les risques liés au scénario de base déjà pris en compte par les marchés, nous avons étudié les valorisations des différentes classes d'actifs et formulé plusieurs observations clés :**

- Les marchés ont parcouru un long chemin en quelques mois, comme en témoignent les taux implicites de la politique monétaire dans les pays du G10. Après avoir anticipé une poursuite de l'assouplissement monétaire, certains marchés commencent à envisager plus de trois relèvements de taux d'ici 2023.
- Les rendements souverains mondiaux ont évolué à la hausse et commencent à devenir bon marché sur la partie courte de la courbe. Mais au niveau des échéances longues, les taux restent élevés, avec des rendements réels américains toujours atones.
- Les courbes de taux des emprunts d'État se sont pentifiées, notamment aux États-Unis où les points morts d'inflation se sont inscrits en hausse.
- Du strict point de vue des valorisations, les marchés obligataires de la périphérie de la zone euro semblent onéreux, soutenus par la politique de la BCE.
- Après les fortes fluctuations subies par le dollar au deuxième semestre 2020, les valorisations des marchés des devises se sont approchés de leur juste valeur. Toutefois, nous identifions encore des opportunités sur les marchés du G10 cycliques et sensibles aux matières premières. Sur le front des devises émergentes, la situation est plus nuancée sur certains marchés, notamment le BRL et le RUB, qui semblent bon marché, même si nous admettons que des risques idiosyncratiques persistent.
- Les produits de spread s'établissent à leurs moyennes à long terme même si les valorisations peuvent rester durablement élevées. La dette émergente à haut rendement offre une certaine valeur, mais la sélectivité est de mise.

## Partie 2

# Stratégie de portefeuille

### Core Fixed Income – Global Markets

- Le risque global du portefeuille se situe dans le bas de la fourchette de notre budget de risque et l'équipe privilégie une augmentation du risque au cours des prochains mois.
- Nous avons réduit le risque sur les produits de spread et de revenu au bénéfice des stratégies de courbe et de change. L'équipe renforce le risque des thèmes d'investissement misant sur la reprise cyclique mondiale des devises et la reflation américaine, et dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour l'augmenter encore. Nous avons diversifié notre panier de devises en intégrant l'USD et l'EUR.
- Nous continuons de surpondérer le bêta de crédit, même si nous avons réduit l'exposition aux obligations d'entreprises et à la dette souveraine émergente investment grade au profit de leurs homologues à haut rendement.
- Plusieurs changements stratégiques sont réalisables à la suite de cette réunion :
  - Augmenter l'exposition à la pentification de la courbe américaine ; nous privilégions désormais une combinaison de bons du Trésor 2-10 ans et 5-30 ans avec la possibilité de renforcer l'exposition à la courbe via les bons du Trésor 2-10 ans.
  - Renforcer le risque de crédit dans les obligations financières subordonnées (sortie du haut rendement) et l'augmenter encore si les spreads s'élargissent
  - Vendre l'EUR/CNH et l'USD/RUB
- Acheter les taux émergents en devise locale avec courbes pentues, avec couverture partielle du risque de change
- Acheter les bons du Trésor US à 10 ans lorsqu'ils atteindront 1,40-1,50%
- La conviction à l'égard de ces stratégies est plus forte à court terme. Nous devons réévaluer la situation au deuxième semestre 2021.
- L'opinion sur les taux américains à 10 ans dépend du rythme d'accélération de l'inflation à court terme.

**Core Fixed Income –  
Macro Unconstrained**



- Les portefeuilles sont axés sur des stratégies de valeur relative entre marchés avec un positionnement directionnel neutre. Ils surpondèrent les marchés sensibles à la croissance asiatique et sous-pondèrent ceux exposés à la croissance européenne.
- L'équipe privilégie le risque sur certains marchés de taux émergents en devise locale où les courbes sont pentues et sous-pondère la duration sur les marchés développés « core ». Le portefeuille présente un biais long sur les devises émergentes et sous-pondère le crédit et la périphérie de la zone euro où les valorisations semblent élevées.
- Concernant le positionnement sur l'inflation, le portefeuille est long sur l'inflation américaine et européenne et sous-pondéré sur l'inflation britannique. L'équipe a, dans une certaine mesure, pris des bénéfices sur la surexposition à l'inflation aux États-Unis et en Europe.
- Les principaux catalyseurs d'une hausse à court terme de la volatilité pourraient être une flambée temporaire de l'inflation provoquée par la mauvaise interprétation des effets de base et la réduction du rythme des achats d'actifs des banques centrales.

**Core Fixed Income  
– Europe**



- Le risque du portefeuille est soutenu par les thèmes de reflation avec une sous-pondération des positions de duration effective, une exposition à la pentification des taux et des positions de taille modeste longues sur la sensibilité au point mort d’inflation. Si le thème de la reflation reste en place, les points morts continueront d’augmenter légèrement, mais les valorisations commencent à être élevées.
- En termes de positionnement de spread, l’équipe surpondère le WDTS, avec la possibilité de renforcer cette position. L’équipe a cherché à prendre des bénéfices partiels sur la surpondération du crédit et de la périphérie de la zone euro au cours des derniers mois.
- L’équipe note qu’il reste un facteur technique particulièrement solide pour le crédit en EUR compte tenu de l’environnement de faiblesse des taux, de l’offre nette négative à venir et du fait que la BCE dispose encore d’une grande marge de manœuvre pour augmenter son programme d’achats d’actifs. Toutefois, la sélection des émetteurs reste essentielle.

## Dettes émergentes



- Les valorisations de la dette souveraine émergente en devise forte semblent faibles en comparaison historique, surtout sur le segment investment grade. Les emprunts souverains à haut rendement semblent meilleur marché que les autres marchés de spread, mais les moyennes des indices masquent des disparités avec quelques titres « distressed » se négociant à des niveaux extrêmes.
- L'équipe se montre prudente à l'égard des devises émergentes en tant que classe d'actifs, mais a constitué une position short sur l'USD au T4 2020. À noter toutefois que ce positionnement est assorti d'une conviction relativement faible. L'équipe privilégie les opérations de valeur relative et les positions longues sélectives dans des pays bénéficiant d'un soutien idiosyncratique, plutôt que d'adopter une opinion globalement haussière sur les devises émergentes.
- Sur le plan géographique, l'équipe anticipe des perspectives favorables pour les économies latino-américaines qui devraient profiter de la reprise cyclique mondiale et de la surperformance de la croissance américaine.
- Sur les marchés locaux, les rendements de la dette souveraine émergente atteignent des sommets inédits en termes absolus et en comparaison avec leurs homologues des pays développés.
- Les portefeuilles restent surexposés au haut rendement par rapport au segment investment grade, même si cette position a été réduite en raison de la compression des valorisations et des préoccupations concernant l'offre en début d'année.
- L'offre nette de la dette souveraine émergente devrait être faible en 2021 avec une année 2020 record. Après un calendrier d'émission très chargé en janvier, la dynamique technique est très favorable.
- En devise locale, les courbes de rendement restent pentues, ce qui permet d'acheter des obligations à échéance longue couvertes contre le risque de change à des conditions attrayantes.
- L'équipe envisage de surpondérer la durée et de sous-pondérer les devises des marchés sur lesquels les banques centrales mettent en place des mesures d'assouplissement quantitatif.

## Obligations asiatiques



- L'équipe continue de privilégier les titres asiatiques high yield au segment investment grade et note que le crédit chinois semble particulièrement intéressant du point de vue des valorisations. Ce secteur a été affecté par les restrictions américaines et des titres ne figurant pas dans la liste américaine ont été pénalisés. Nombre d'entre eux offrent des fondamentaux sains et donc de la valeur.
- D'un point de vue macroéconomique, l'équipe sous-pondère la duration et est légèrement surpondérée sur certaines devises asiatiques (CNY, KRW et SGD).
- En Chine, l'équipe observe un léger ralentissement de la masse monétaire et un resserrement des prêts bancaires. Elle s'apprête à acheter la duration chinoise en tant que pari structurel sur le long terme. L'admission dans l'indice et la quête de rendement alimenteront la demande structurelle pour ces actifs largement sous-investis.

**Crédit investment  
grade**



- L'équipe tend à surpondérer le crédit et s'attend à un nouveau resserrement des spreads de l'ordre de 30 pb.
- Les conditions techniques restent très favorables malgré le ralentissement des achats d'actifs des banques centrales qui est désormais largement intégré dans les cours. L'offre nette d'obligations IG devrait baisser de 40% en EUR et de 55% en USD en 2021, ce qui augmentera la valeur de rareté sur les deux marchés.
- L'équipe augmente son exposition aux valeurs industrielles et la réduit dans les secteurs qui ont surperformé en 2020. Elle renforce également son exposition à la poche « vaccins » (leasing d'avions, compagnies aériennes, avionneurs), où les spreads évoluent à des niveaux historiquement élevés compte tenu de leur sensibilité au rebond économique.
- À ces niveaux, nous recommanderions le maintien d'une position surpondérée. Si les spreads continuent de s'élargir, l'équipe en profitera pour acheter.

## Global High Yield

- Le niveau de trésorerie sur le marché est particulièrement positif du point de vue des défauts. L'endettement et la couverture des intérêts reviennent vers les moyennes à long terme à mesure que l'EBITDA s'améliore.
- L'agressivité des émissions, notamment de PIK, constitue une zone de vulnérabilité potentielle.
- Sur les marchés du high yield européen, les spreads intègrent beaucoup de bonnes nouvelles tandis que les titres BB continuent d'attirer de nouveaux venus en quête de rendement. Les flux d'investissement dans la classe d'actifs sont globalement stables depuis l'été 2020, ce qui est surprenant. Nous pensons que les banques européennes résisteront compte tenu de ratios de solvabilité satisfaisants et de la qualité des actifs.
- L'équipe a adopté un positionnement légèrement sous-pondéré afin d'éviter les titres les plus en difficulté. Nous privilégions les titres B aux titres BB avec une surpondération dans les matières premières et l'industrie. Nous sous-pondérons les secteurs directement affectés par le COVID (jeux, loisirs) où le risque n'est pas suffisamment rémunéré. L'équipe reste optimiste concernant le pétrole et l'énergie, même si la sélectivité reste de mise.
- Au niveau de la classe d'actifs, l'équipe est moins optimiste concernant le haut rendement par rapport à d'autres alternatives, notamment les obligations financières subordonnées.

## Stratégies d'assurance, LDI et réglementaires



- La reflation et la reprise économique dans le courant de l'année se reflètent davantage dans la pentification des courbes que dans la duration courte. Les taux européens continueront d'augmenter lentement, soutenus par les achats d'actifs des banques centrales.
- Nous restons surpondérés sur le DTS afin de maintenir un portage positif dans les portefeuilles via une surpondération de la périphérie de la zone euro, des petits pays à l'Est de l'UE, des titres IG de qualité dans les mandats agrégés et des actifs SSA à échéance longue, contre une sous-pondération des emprunts souverains « core ».
- Nous suivons attentivement la dynamique des swaps de taux à long terme pour voir si la demande en actifs à long terme se maintiendra au même rythme. Une augmentation pourrait freiner le besoin des ALM de prolonger l'échéance des achats.
- Maintien d'une surpondération modérée au bêta de crédit pour le portage car les interventions des banques centrales en 2021 devraient soutenir les spreads, au même titre que la solidité des fondamentaux et le ralentissement de la migration des notations. Le faible niveau des émissions primaires offre moins d'opportunités. Nous conservons une préférence pour les structures hybrides sur des émetteurs solides et restons prudents sur les titres Covid.
- Surpondération des valeurs financières compte tenu des ratios de fonds propres moyens élevés et du risque limité de créances douteuses en raison du soutien apporté par les gouvernements et les banques centrales à la reprise économique.
- Conservation des titres HY performants hors indice à des fins de diversification car la quête de rendement devrait se poursuivre. Possibilité de renforcer l'exposition au bêta en cas d'élargissement des spreads.

**Active is:**  
Allianz Global  
Investors

**Ces informations ne constituent ni une recommandation ni une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque titre en particulier.**

## **Disclaimer :**

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. L'investissement dans des instruments dit « fixed income » peuvent exposer l'investisseur à divers risques liés à la solvabilité, aux taux d'intérêt, à la liquidité ainsi qu'à une flexibilité restreinte. L'environnement économique changeant, les conditions de marchés peuvent affecter ces risques et impacter la valeur de votre investissement. En période de hausse des taux d'intérêt nominaux, la valeur des instruments dits de « fixed income » (incluant les positions courtes) devraient diminuer. A l'inverse, durant les périodes de baisse des taux d'intérêt, la valeur de ces instruments devraient augmenter. Le risque de liquidité peut retarder les rachats et retraits. La valeur des actions peut être soumise à une volatilité accrue ou fortement accrue. 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 à la date de publication. 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 l'éditeur par email ou par voie postale à l'adresse indiquée ci-dessous ou [www.allianzgi-regulatory.eu](http://www.allianzgi-regulatory.eu). Merci de lire attentivement ces documents, les seuls ayant effet à l'égard des tiers, avant d'investir. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](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 France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, [www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr), partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.

