

# Allocation tactique

Lettre mensuelle



## Ralentissement mondial et crise bancaire en zone euro

**Aux Etats-Unis**, au 2<sup>ème</sup> trimestre, le déficit courant se réduit légèrement à 118 milliards de dollars, 3,1 % du Produit Intérieur Brut (PIB). En août, après 0,9 % en juillet, la production industrielle augmente de 0,2 %. Mais l'inflation s'établit à 3,8 %, dont 2 % en termes sous-jacents, ses plus hauts niveaux depuis 3 ans. La confiance du consommateur chute de 59,5 à 44,5, et les intentions des directeurs d'achat (ISM) inquiètent par la faiblesse de plusieurs composantes. En septembre, l'indice Empire State sur les perspectives du secteur manufacturier se contracte pour le 4<sup>ème</sup> mois consécutif, et les inscriptions hebdomadaires au chômage continuent à dépasser les attentes.

Dans son « *livre beige* », la Réserve fédérale (Fed) anticipe une période durable de croissance lente, mais observe que l'activité faiblit dans plusieurs régions. Elle déclare vouloir tout faire pour la redresser en préservant la stabilité des prix, mais exclut un 3<sup>ème</sup> plan de mesures quantitatives pour le moment.

La Maison Blanche abaisse ses prévisions de croissance en 2011 et 2012. Elle publie un plan de soutien à l'activité de 447 milliards de dollars, dont certains économistes reconnaissent le potentiel bénéfique.

**En zone euro**, la Commission Européenne relève la croissance du 1<sup>er</sup> semestre, maintient à 1,6 % sa prévision pour l'année, et révisé en baisse à 0,4/2,2 %

celle de 2012. En juillet, la production industrielle rebondit de 1 %, à 4,2 % sur un an. Les ventes au détail progressent de 0,2 %, mais reculent de 0,2 % sur 12 mois. En août, malgré la vigueur des prix à la production, l'inflation se stabilise à 2,5 %. Les intentions des directeurs d'achat (PMI), à un point bas sur 2 ans, annoncent une probable contraction du secteur manufacturier. En septembre, le moral des investisseurs (institut Sentix) tombe à 15,4 points, son plus bas niveau en 2 ans. En Allemagne, la croissance ralentit à 0,1 % au 2<sup>ème</sup> trimestre, après 1,3 % au 1<sup>er</sup>, soit 2,8 % en rythme annuel. En juillet, l'excédent commercial se contracte à son niveau d'il y a 18 mois. Surtout, les commandes à l'industrie reculent de 2,8 %. En août, l'indice du climat des affaires (IFO) chute de 112,9 à 108,7.

La crise de la dette souveraine s'éternise devant la trop lente ratification des accords permettant au Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) d'acheter la dette des pays périphériques sur les marchés primaire et secondaire ; l'incapacité de la Grèce à honorer ses engagements ; ses éventuels défaut et sortie de la zone euro, aussitôt dénoncés pour leurs conséquences sur d'autres pays ; enfin, la lenteur de l'Italie à voter son plan d'austérité, l'envolée de son taux d'emprunt (5,60 % à 5 ans) et la baisse de sa note de « A+ » en « A ».

Afin de renforcer leur crédibilité sur les marchés, les Etats étudient les moyens

**Allianz**   
Global Investors

d'approfondir l'Union sur les plans économique et budgétaire, mais sans évoquer la fiscalité pourtant primordiale. En attendant, leur exposition à la dette des périphériques gèle l'accès des banques au marché monétaire et oblige la Banque Centrale Européenne (BCE) à organiser leur refinancement en euros et en dollars. A l'issue de la conférence de Wroclaw, certains participants évoquent un renforcement de leurs fonds propres.

Les principales économies mondiales ralentissent, selon les indicateurs avancés de l'Organisation de Coopération et de

Développement Economiques (OCDE). Si les banquiers centraux excluent une récession, le Fonds Monétaire International (FMI) souligne le cercle vicieux qu'engendrent l'atonie de la croissance et la fragilité des comptes publics.

**Au Japon**, l'économie se contracte de 2,1 % au 2<sup>ème</sup> trimestre, mais devrait croître au 3<sup>ème</sup>. **En Chine**, l'inflation recule à 6,2% en août, mais reste trop élevée. En effet, la croissance reste ferme, comme le montre la vigueur des importations. Alors que le pouvoir craint l'impact d'un ralentissement mondial, l'agence Fitch

s'inquiète de son effet sur la solvabilité du système bancaire.

**Sur les marchés**, l'aversion pour le risque nourrit la baisse des taux longs sur les emprunts des pays développés réputés les plus solvables. Les indices d'actions poursuivent leur chute, dans des proportions particulièrement fortes en zone euro et dans plusieurs pays émergents. Seuls la Suisse, les Etats-Unis et le Brésil parviennent à afficher des baisses modérées.

Olivier Gasquet  
Achevé de rédiger le 21/09/2011

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, Reuters, L'Agefi. Sauf indication contraire, elles se rapportent au mois d'août 2011.

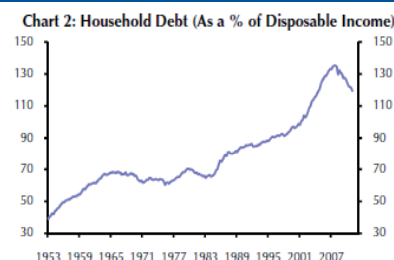
## Quand se dessine à nouveau une crise financière et bancaire

(Décisions du 26/09/2011)

■ Parmi les nouvelles publiées ces trois dernières semaines, aucune d'importance ne ressort. Mais le scénario d'un net ralentissement de la croissance sans récession semble se confirmer. Aux Etats-Unis, les prévisions de croissance pour 2011 et 2012 sont revues en baisse. L'économie ne crée pas d'emplois, et le marché immobilier reste très déprimé. La richesse des ménages

stimule la hausse de leur taux d'épargne et leur désendettement aux dépens de la consommation. Le moral du consommateur (de l'université du Michigan) et celui du secteur manufacturier (publié par la Réserve Fédérale de Philadelphie) sont compatibles avec une entrée en récession. Mais de récents indicateurs plus factuels, dont les intentions des directeurs d'achat (ISM), sont moins pes-

Etats-Unis : taux d'endettement des ménages (en % du revenu disponible)



Source : Capital Economic Research - Juin 2011

← Sous-pondération		0		→ Sur-pondération	
-4	-2	0	+2	+4	
<b>Taux</b>					
		Investment Grade Euro	↑ 0	Dette Emergente	↔ +2
		High Yield Euro	↔ 0		
		État 10 ans UK	↔ 0		
		État 10 ans US	↔ 0		
		État 10 ans Zone euro	↔ 0		
		État 10 ans Japon	↔ 0		
		Indexées inflation €	↔ 0		
		Convertibles	↔ 0		
<b>Actions</b>					
UK	↔ -2	Pays émergents	↔ 0	Immobilier coté	↔ +2
Zone euro	↔ -2	Matières Premières	↔ 0	Volatilité	↔ +2
Japon	↔ -2				
US	↔ -2				
<b>Euro/Dollar</b>					
-					

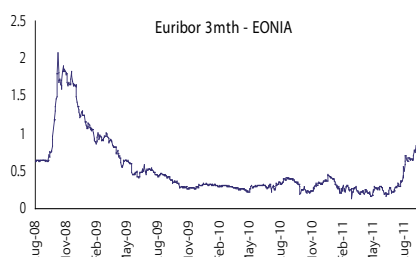
Source : AllianzGI France - Septembre 2011

Rappel des modalités de fonctionnement du Comité d'Allocation d'actifs d'AllianzGI Investments Europe : le Comité d'allocation d'actifs attribue pour chacun des marchés principaux et en cas de convictions sur les diversifications, un score tenant compte de notre scénario économique central, mais aussi du risque dans sa globalité et également de critères tels que la valorisation, les flux, le momentum... Ces notes traduisent un niveau de performance attendue et de conviction (positive ou négative). Les notations expriment : -4 : sous-exposition forte, -2 : sous-exposition moyenne, 0 : neutre, +2 : sur-exposition moyenne, +4 : sur-exposition forte.

simistes. Si la faiblesse de la demande et la modération du cours des matières premières tempèrent les prix industriels, la fermeté des loyers et des prix à l'importation maintient l'inflation à un niveau élevé.

En zone euro, la croissance est revue en baisse. Les intentions des directeurs d'achat (PMI) résistent relativement bien dans l'industrie, et surprennent favorablement dans les services. L'inflation se stabilise à 2,5 % l'an, mais le chômage reste très élevé. Alors que les membres de l'Union Monétaire peinent à ratifier les accords de juillet sur la Grèce et que la pression augmente sur l'Italie, la crise de la dette souveraine se transforme en crise financière et bancaire. Le redressement du différentiel de taux entre l'EURIBOR et l'EONIA, bien qu'encore éloigné des niveaux atteints voici 3 ans, le confirme.

Zone euro : EURIBOR 3 mois - EONIA



Source : Bloomberg - Septembre 2011

Dans les pays émergents, le resserrement des politiques monétaires tempère l'activité et l'inflation. Leur effet est modeste en Chine, plus net au Brésil, et moins évident en Inde où l'évolution des prix pose un réel problème.

■ **Nous demeurons neutres sur les obligations.** Dans un environnement très volatil, la solvabilité des Etats émetteurs fait encore de leurs obligations l'un des investissements les plus sûrs. Cependant, sauf au Japon, les taux réels sont devenus négatifs.

Aux Etats-Unis (0), le scénario d'une croissance durablement molle augmente le risque d'un retour en récession. Aussi, la Réserve Fédérale (Fed) ne peut-elle que maintenir ses taux, malgré une inflation toujours très ferme en termes sous jacents (1,8%). Sa récente décision d'allonger la durée de vie moyenne des bons du Trésor en portefeuille est

déterminante pour identifier le nouveau couloir de fluctuation des taux longs. D'ores et déjà, ces derniers ont enfoncé nettement leur point bas de 2008. Nous sommes toujours neutres en duration et acheteurs sur toute remontée des taux. En zone euro (0), l'activité ralentit rapidement, parallèlement à celle des Etats-Unis. La révision en baisse de la croissance et le regain de vigueur de la crise de la dette souveraine modifient le profil de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE). En l'absence d'une réduction structurelle des déficits et des endettements publics, le Bund a également enfoncé nettement son plancher « historique » atteint en 2010. Nous restons neutres en termes de duration, et achetons sur toute remontée des taux. Après avoir joué l'aplatissement de la pente entre 2 et 10 ans, nous nous intéressons au segment de 10 à 30 ans.

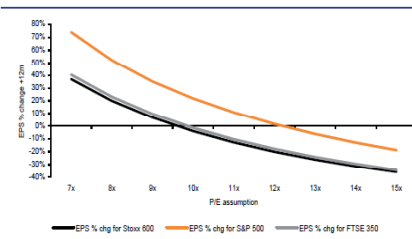
Au Royaume-Uni (0), le ralentissement des pays développés et la crise de la zone euro alimentent la baisse des taux longs. L'impact sur l'activité empêche la Banque d'Angleterre d'agir afin de maîtriser une inflation toujours élevée. Les taux réels sont très négatifs.

Au Japon (0), la hausse du yen, les difficultés de production d'électricité, leur impact sur l'activité et l'achat d'obligations publiques par la banque centrale maintiennent les taux longs à de très bas niveaux. Ils ne devraient pas baisser davantage eu égard au risque de raffermissement de l'inflation à court terme. Leur forte corrélation nous suggère d'arbitrer les obligations japonaises contre les obligations américaines.

■ **Nous restons négatifs sur tous les marchés actions des pays développés.**

Stoxx 600, SP 500, FTSE 250 : évolution implicite des PER en fonction des EPS prévisions de résultats

Chart 6 : Implied change in EPS growth given various P/E assumptions



Source: JCF Factset consensus data

Source : JCF Factset - Septembre 2011

Les Price Earning Ratio (PER) rejoignent ou dépassent les plus bas, et les primes

de risque les plus hauts observés début 2009. Cela est particulièrement vrai en zone euro, sur la base des bénéfices anticipés à 12 mois, et plus encore de la moyenne de ceux observés depuis 10 ans (Graham & Dodd). Cependant, les craintes sur la solvabilité des pays périphériques, leur impact sur les banques européennes, le système financier et le financement de l'économie, et l'importance croissante du facteur psychologique sont de plus en plus susceptibles d'affecter la croissance. Seuls une décision claire et convaincante sur le cas de la Grèce, un élargissement de la vocation de l'European Financial Stability Facility (EFSF) ou une action concertée des banques centrales paraissent susceptibles de restaurer la confiance. Une éventuelle récession rapprocherait évidemment les valorisations de leurs moyennes de long terme.

Etats-Unis : croissance du PIB et intentions des directeurs d'achat (ISM)



Source : Datastream - Septembre 2011

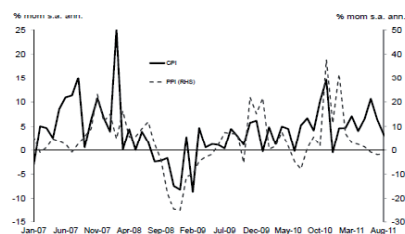
Aux Etats-Unis (-2), les derniers chiffres publiés, qui reflètent sans doute la disparition des freins à l'activité observés au 1<sup>er</sup> semestre, sont compatibles avec un Produit Intérieur Brut (PIB) en croissance de 2 % au 2<sup>ème</sup>. En 2012, le plan de soutien à l'économie de M. Obama devrait amortir l'impact de la normalisation fiscale sur l'activité. Cependant, les conséquences de la crise financière et bancaire en Europe sur le reste du monde et les effets du réaménagement du portefeuille de la Fed demeurent incertains. Or, aux cours actuels, le marché anticipe bien un ralentissement, mais nullement une récession. Nous faisons le choix d'être structurellement prudents, et vendons sur tout rebond. En zone euro (-2), le ralentissement se confirme. L'absence d'avancée sur le dossier grec et sur les garanties réclamées par la Finlande, l'insuffisance des efforts de discipline budgétaire de

plusieurs Etats, la crise bancaire et ses premières conséquences sur le financement de l'économie entretiennent un climat psychologique nuisible. En cas de récession, la baisse des bénéfices rendrait les valorisations actuelles moins attrayantes. Alors que la volatilité se redresse, tout achat en baisse marquée ne se défend que dans une optique de « trading ».

Au Japon (-2), la production industrielle se rétablit vite des suites du désastre de Fukushima. Mais l'activité demeure inférieure aux niveaux antérieurs au séisme. Elle dépend donc davantage de l'étranger, alors même que la croissance des autres pays développés faiblit. Malgré de solides fondamentaux et une prime de risque exceptionnelle (9,7%), la valorisation du marché est moins attrayante que celle de la zone euro ou des marchés émergents. Les résultats publiés n'apportent aucun élément convaincant, alors que la montée du yen à des niveaux inconnus handicape leur croissance future.

Indice des prix à la production et à la consommation

Exhibit 4: Sequential CPI and PPI inflation



Source: NBS, CEIC, GS Global ECS Research.

Source: Goldman Sachs Global ECS Research - Septembre 2011

■ Nous sommes favorables à certaines dettes des pays émergents, mais prudents sur les actions. Les intentions des directeurs d'achat et les indicateurs avancés de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) confirment un affaiblissement de l'activité. Il semble modéré en Chine, mais plus brutal au Brésil. Partout, l'inflation reste élevée mais prête à fléchir, sauf en Inde où elle demeure préoccupante. Devant le repli de la crois-

sance des pays développés, les banques centrales devraient maintenir leurs taux directeurs, sauf au Brésil où existe une marge d'assouplissement.

Nous ne sommes acheteurs que d'obligations publiques libellées en dollar des Etats-Unis, pour ne pas souffrir du recul des devises locales. Ces titres présentent un caractère défensif du fait de la solvabilité des Etats, et de la veille attentive des banques centrales sur l'activité et l'inflation. En revanche, nous restons neutres sur les dettes d'entreprise, qui offrent des rémunérations comparables aux obligations publiques pour des risques supérieurs. Les flux redeviennent acheteurs.

Nous sommes neutres sur les marchés d'actions. Les fondamentaux en termes d'activité et de valorisation ne paraissent pas suffisamment avantageux par rapport aux marchés développés pour justifier une opinion positive. Les investisseurs sont vendeurs nets.

■ Sur le crédit « corporate », nous redevenons globalement neutres. La tenue du segment « investment grade » (0) souffre de l'intensification de la crise financière en zone euro, et de son impact sur les banques et les assurances, prépondérantes parmi les émetteurs. Les « spreads » (différentiels de taux) atteignent 291 points de base, niveaux encore inférieurs à ceux d'il y a 2 ou 3 ans. Mais l'absence de solution prévisible à la crise, les flux vendeurs et le défaut de liquidité du marché nous dissuadent d'investir.

Sur le segment « high yield » (0), plus risqué, le « spread » atteint 944 points

de base. A un tel niveau, il anticipe une récession, voire une crise de liquidité. Or, les entreprises sont très solvables, leur taux de défaut stable, et leur besoin de financement faible, sauf à retenir l'hypothèse d'une entrée prochaine en récession. Le sentiment de marché, le défaut d'appétit de l'investisseur et la faiblesse des transactions modèrent notre intérêt. Nous sommes également prudents sur les convertibles (0). En dépit de fondamentaux intéressants, la révision en baisse de l'activité économique, et donc des bénéfices, la chute des marchés d'actions, la hausse des « spreads » sur le crédit « corporate » et le défaut de liquidité dessinent un environnement peu favorable.

■ Parmi les thématiques, nous maintenons notre intérêt sur l'immobilier coté. Son rendement élevé (environ 5%) protégé par la fermeté des loyers, la régularité de ses cash-flows et sa protection fréquente du capital contre l'inflation le justifie. Les galeries marchandes se révèlent particulièrement défensives. Nous confirmons également notre opinion positive sur les mines d'or. En dépit d'un récent rebond, leur cours ne reflète pas l'envolée continue du métal. L'actuelle crise financière et boursière et le doublement des achats chinois en 2011 pourraient maintenir l'once proche de ses plus hauts historiques.

Nous restons positifs sur les énergies alternatives, le platine, les infrastructures, la communication digitale, l'agriculture et l'industrie forestière, sans qu'aucun élément nouveau mérite d'être mentionné.

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	31/08/2011	21/09/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	2,23	1,85
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	2,91	2,62
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	2,18	1,79
		31/12/2010	30/06/2011	02/08/2011	21/09/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,44	1,36

Source : Datastream - Septembre 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Indices actions au 21/09/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 21/09/2011 Performance depuis le 31/08/2011 (%)	
CAC 40	-22,82	CAC 40	-9,86
DAX 30	-22,49	DAX 30	-4,85
Eurostoxx	-25,26	Eurostoxx	-8,86
FTSE 100	-10,37	FTSE 100	-1,98
SMI	-14,93	SMI	-0,96
Nasdaq	-4,26	Nasdaq	-1,59
S & Poors 500	-7,23	S & Poors 500	-4,27
Dow Jones	-3,48	Dow Jones	-4,20
Nikkeï	-15,13	Nikkeï	-2,35
Brésil	-19,23	Brésil	-0,91
Russie	-13,32	Russie	-10,52
Inde	-16,01	Inde	+3,16
Hong Kong	-18,28	Hong Kong	-8,33

Source : Datastream - Septembre 2011

Perf. (%)	2010	2009	2008	2007	2006
CAC 40	-3,34	22,32	-42,68	1,31	17,53
DAX 30	16,06	23,85	-40,37	22,29	21,98
Eurostoxx	0,04	24,06	-43,43	-0,36	10,39
FTSE 100	9,00	22,07	-31,33	3,80	10,72
SMI	-1,68	18,27	-34,77	-3,43	15,85
Nasdaq	16,91	43,89	-40,54	9,81	9,52
S & Poors 500	12,78	23,45	-38,49	3,53	13,62
Dow Jones	11,02	18,82	-33,84	6,43	16,29
Bovespa	1,05	82,66	-41,22	43,65	32,93
Russie	22,54	128,62	-72,41	19,18	70,75
Inde	15,66	85,04	-55,28	59,74	40,97
Hong Kong	5,32	52,02	-48,27	39,31	34,20

Source : Thomson Reuters Datastream Advanced - Décembre 2010

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, HSBC, Reuters, Bloomberg, MSCI, RBS, Merrill Lynch, Réserve Fédérale, AllianzGI Investments Europe, AllianzGI France.

Pour consulter l'ensemble de nos publications, cliquez sur le lien de notre site.

<http://www.allianzgi.fr/presse/nos-publications/>

**Allianz Global Investors France**

Société Anonyme au capital de 10.159.600 euros. RCS Paris 352 820 252.

Société de gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le n° GP 97 063.

**Siège social** : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09.

**Responsable de la rédaction :**

Olivier Gasquet

Document non contractuel.

**Réalisation** : Service Communication AllianzGI France

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

© 2011 Allianz Global Investors

All rights reserved

Les opinions développées et exprimées dans ce document reflètent le jugement d'AllianzGI France au jour de sa rédaction et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est réalisé à titre d'information et ne saurait constituer une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Avant toute décision d'investissement, un investisseur devrait consulter son conseiller financier pour évaluer l'investissement et assurer de l'adéquation de l'investissement en fonction de sa situation, son profil de risque, et ses objectifs. Document non contractuel. Document édité par Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.