

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Le ralentissement semble se tempérer aux Etats-Unis mais se poursuit en zone euro

Aux Etats-Unis, des indicateurs corrects mais une révision en baisse des perspectives.

En août, le déficit commercial se stabilise à 45.6 Milliards \$. En septembre, la production industrielle progresse de 0.2 %, mais les commandes de biens durables diminuent de 0.8 %, après 0.1 % en août. Les ventes au détail augmentent de 1.1 %. Malgré une hausse des prix à la production de 6.9 %, l'inflation s'établit à 3.9 % l'an. Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs progressent de 5.7 %, tandis que les promesses de vente dans l'ancien se replient de

4.6 % et que les dépenses de construction ralentissent à 0.2 % l'an. Au 3^{ème} trimestre, la croissance augmente de 1.3 % à 2.5 % en rythme annuel.

En octobre, le sentiment des consommateurs de l'université du Michigan recule de 59.4 à 57.5 contre 60.2 attendus. A - 8.48, l'indice manufacturier Empire State est négatif pour le 5^{ème} mois consécutif, et l'ISM (intentions des directeurs des achats) baisse de 51.6 à 50.8 dans l'industrie. Les inscriptions hebdomadaires au chômage diminuent régulièrement, et contribuent à ramener

le taux global à 9 %. Alors que la Réserve Fédérale (Fed) note un assombrissement des perspectives économiques, l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) réduit ses prévisions de croissance de 3.1 à 1.8 % en 2012.

En zone euro, la crise de la dette s'étend et continue à freiner l'activité

En août, la production industrielle surprend, en hausse de 1.2 % et de 5.3 % sur un an. En septembre, le chômage augmente à 10.2 %. En octobre, l'indice Sentix du moral des investisseurs diminue de -15.4 à -18.5. L'indice PMI (intentions des directeurs des achats) baisse de 49.1 à 46.5, un point bas depuis 28 mois. Devant la dégradation de l'activité, et malgré une inflation à 3 % en octobre, la Banque Centrale Européenne abaisse son taux directeur de 1.5 à 1.25 %. L'OCDE réduit ses prévisions de croissance de 2 à 0.3 % en 2012.

En Allemagne, les ventes au détail progressent de 0.3 % l'an en septembre. En octobre, le sentiment des économistes (ZEW) baisse de -43.3 à -48.3 et celui des entrepreneurs (IFO) de 107.4 à 106.4. En novembre, la confiance des consommateurs s'améliore à 5.3 points bien que le chômage augmente à 7 %. Le

Allianz 
Global Investors

gouvernement revoit à la baisse ses prévisions de croissance à 2.9 % en 2011 et 1 % en 2012. En France, la consommation des ménages recule de 0.5 % en septembre. En octobre, leur confiance se renforce de 80 à 82, mais le climat des affaires se dégrade de 96 à 95 points. La prévision de croissance est abaissée à 1 % en 2012.

Malgré le sommet de Bruxelles et le prochain renforcement des moyens du Fonds Européen de Stabilité Financière, la crise de la dette souveraine continue de s'étendre. Les agences de notation dégradent la note de l'Espagne, placent celle de la Belgique sous surveillance négative et menacent le « AAA » de la France. En Italie et en Grèce, les gouvernements sont poussés à la démission, déconsidérés

par leur incapacité à maîtriser le déficit budgétaire et à faire adopter des mesures nécessaires à l'obtention de l'aide des institutions européennes et internationales.

En Grande-Bretagne, la croissance ralentit à 0.5 % l'an au 3ème trimestre. En septembre, le chômage atteint à 2.57 millions son plus haut depuis 1994, et l'inflation à 5.2 % un record en 3 ans. En octobre, la confiance du consommateur baisse à -32 points, et les indices PMI à 51.3 dans les services et à 47.4 dans l'industrie.

Au Japon, en septembre la production industrielle recule de 4 % et l'inflation diminue de 0.2 à 0 %.

En Chine, l'inflation baisse à 6.1 %, les ventes au détail progressent de 17.7 % et l'indicateur avancé diminue de 101.8 à 100.4 en septembre. La croissance annuelle du Produit Intérieur Brut (PIB) ralentit de 9.5 % au 2ème trimestre à 9.1 % au 3ème.

Sur les marchés, les grands indices continentaux européens reculent à nouveau, de même que celui du Japon. En revanche, le Footsie britannique, les indices des Etats-Unis et des pays émergents progressent nettement. Toujours inquiets, les investisseurs poussent les taux à 10 ans en dessous de 2 % aux Etats-Unis et en Allemagne.

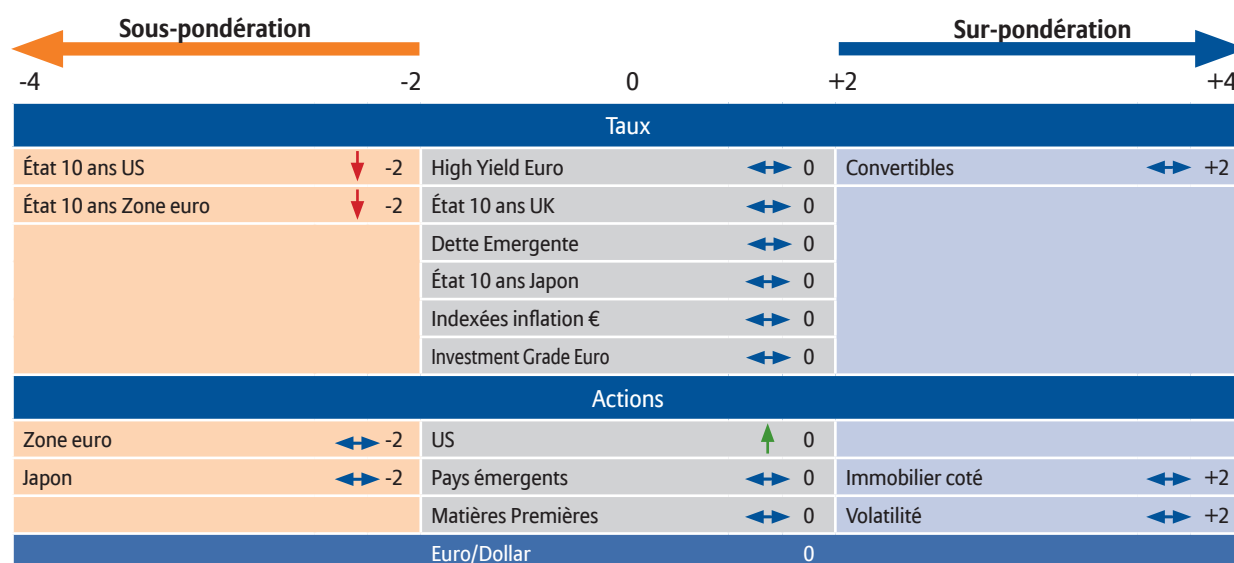
Olivier Gasquet
Achévé de rédiger le 09/11/2011

La tenue de l'activité américaine nous invite à réduire notre sous exposition aux risques actions

Aux Etats-Unis, la croissance au 3ème trimestre pourrait dépasser les attentes, grâce à la consommation et à l'investissement. Cependant, l'activité à venir devrait être freinée

par le nécessaire désendettement des agents économiques : celui des entreprises, celui de l'Etat qui peine encore à maîtriser son déficit budgétaire, et celui des ménages qui a déjà

commencé. En septembre, l'inflation atteint 3.9 %, dont 2 % en termes sous-jacents ; mais la fragilité de la croissance et le reflux du prix des matières premières devrait contribuer à la

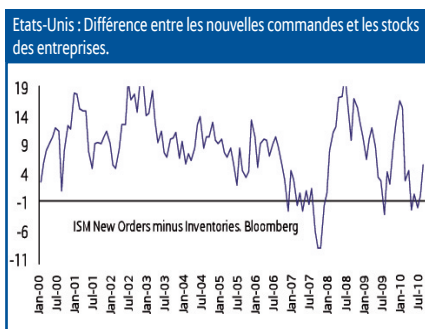


Source: AllianzGI France - 9 Novembre 2011

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.

modérer. En octobre, la confiance du consommateur publiée par le Conference Board paraît compatible avec une récession, et l'indice ISM s'effrite (intentions des directeurs d'achat). Mais le rebond de l'indice de la Fed de Philadelphie et l'amélioration du rapport entre nouvelles commandes et stocks confirment un raffermissement de l'activité industrielle. Sur le marché du travail, les créations d'emplois de ces derniers mois sont révisées en hausse. Le crédit consolide sa progression dans l'industrie et le commerce, et se stabilise à la baisse dans l'immobilier. Dans ce dernier secteur, les stocks diminuent et se rapprochent de leur niveau moyen sur longue période.



Source : Bloomberg - 31/10/2011

En zone euro, la conjoncture justifie la baisse du taux directeur. Le risque d'une récession modérée se profile dès ce trimestre, confirmé par l'indice PMI (intentions des directeurs d'achat) en Italie et en Allemagne. L'inflation, de 3% en octobre, devrait se replier au cours des prochains mois. Surtout, la crise de l'endettement public soumet toujours les pays vulnérables et leurs banques à une pression croissante. L'euro s'en trouve fragilisé vis-à-vis du dollar.

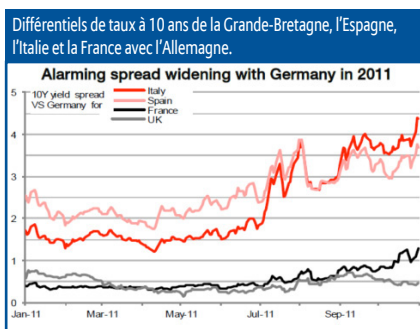
Dans les principaux pays émergents, les indices ISM se redressent légèrement au dessus de 50. Cependant, les indicateurs avancés de l'OCDE, en repli continu, semblent annoncer un recul de la production industrielle en Inde et au Brésil. Bien qu'elle excède encore les objectifs des banques centrales, l'inflation se tempère. La politique

monétaire pourrait être assouplie au Brésil, et sans doute en Chine.

■ Nous restons en retrait du marché obligataire

Aux Etats-Unis (- 2), le scénario d'une croissance durablement inférieure au potentiel, lente et fragile se confirme. L'achat d'obligations à long terme induit par l'opération « twist » diffère l'éventualité d'un 3^{ème} plan de mesures quantitatives, mais pousse les taux longs à des points plus bas encore qu'en 2008. Bien que toujours inférieure à sa moyenne historique, la volatilité augmente. Nous réduisons donc la durée de nos portefeuilles.

En zone euro (- 2), l'économie ralentit sensiblement. En l'absence de mesures convaincantes, les tensions perdurent sur la Grèce, demeurent sur l'Espagne, se durcissent sur l'Italie et apparaissent sur la France. La dégradation des notes de crédit souverain devrait donc se poursuivre. Perçues comme l'actif le plus sûr, les obligations allemandes voient le taux à 10 ans clairement enfoncer le plancher atteint en 2008. Néanmoins, au niveau actuel, elles deviennent vulnérables à un retour d'appétit pour le risque. D'autant qu'après la récente baisse du taux directeur, les marchés anticipent déjà une autre d'ici à la fin de l'année.

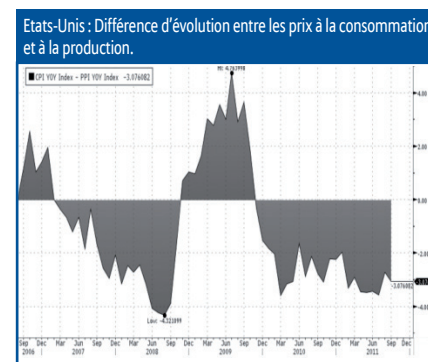


Source : Sg Cross Asset Research, Datastream - 02/10/2011

En Grande Bretagne (0), les indices PMI remontent à un niveau compatible avec une progression de l'activité. Mais la consommation reste faible. Le taux directeur est maintenu à 0.5%,

en dépit d'une forte inflation, proche de 4.5%. Le relèvement à 275 Milliards £ du plafond des mesures quantitatives contribue à conduire les taux longs à 2.2%. Il ressort une rémunération négative élevée.

Au Japon (0), la hausse du yen, les difficultés de production d'électricité, leur impact sur l'activité, enfin l'achat d'emprunts d'Etat par la banque centrale maintiennent les taux longs très bas. Toutefois, l'inflation pourrait se raffermir à court terme. Leur forte corrélation suggère d'arbitrer les obligations japonaises contre les obligations américaines.



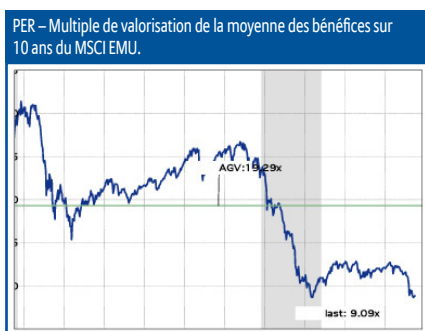
Source : Datastream - 31/10/2011

■ Nous restons négatifs, sur le marché des actions

L'environnement mérite sans doute un regard nuancé. Certes, le ralentissement se confirme en Europe, et la crise de la dette publique s'étend. Mais le risque réel de récession aux Etats-Unis se réduit, des réformes de structure se profilent en Espagne et en Italie, la Banque Centrale Européenne (BCE) continue d'assouplir sa politique monétaire. Enfin, la force de frappe de l'EFSF (European Financial Stability Facility) devrait être accrue.

Aux Etats-Unis (passage de - 2 à 0), la consommation des ménages augmente (+ 2.4% sur 1 an) aux dépens de leur épargne, pourtant déjà faible. C'est un signe de fragilité à moyen terme, sauf redressement marqué mais improbable de l'emploi. Si les résultats publiés se tiennent bien, les prévisions devraient être légèrement

révisées en baisse, sans toutefois cesser d'être un soutien pour les marchés, au moins pour le trimestre en cours. En effet, les prix progressent plus à la production qu'à la consommation, plaçant les marges des entreprises sous pression. Par ailleurs, la baisse inhabituelle des stocks de pétrole dans le monde peut annoncer un redressement des cours qui freinerait l'activité. Du fait de l'amélioration à court terme des données macro et micro économiques, d'une moindre volatilité du marché par rapport à celui de la zone euro, enfin du rapatriement par les investisseurs des capitaux qu'ils



Source : Thomson Reuters Datastream - 31/10/2011

allouent aux actifs risqués, nous revenons à la neutralité.

En zone euro (- 2), la crainte d'une extension de la crise de la dette souveraine pèse sur l'activité. L'indice PMI, en recul de 49.1 à 47.2 en octobre, confirme un risque de récession que renforcent de vraisemblables mesures d'austérité. Cependant, la BCE adapte sa politique monétaire : elle abaisse son taux directeur, et refinance extensivement les banques avant même qu'elles n'augmentent leurs fonds propres. Bien que les prévisions bénéficiaires puissent être révisées en baisse, le multiple de valorisation des bénéfices, actuellement inférieur à 8, compte parmi les plus faibles observés sur très longue période. La volatilité des actions remonte largement au dessus de sa moyenne depuis 10 ans.

Au Japon (- 2), l'activité n'a pas encore retrouvé son niveau antérieur au

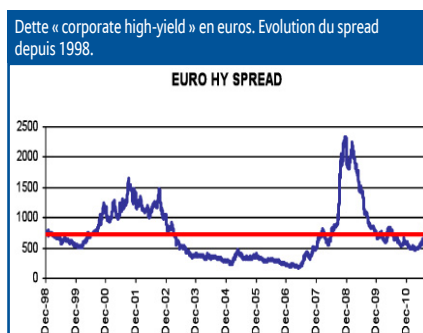
tremblement de terre. Mais elle continue à progresser en dépit de la réévaluation du yen et du ralentissement des économies de la région. Beaucoup d'entreprises de qualité parviennent à s'adapter, à la faveur de leur solidité financière. cependant, en termes relatifs, nous préférons la zone euro.

■ Sur le crédit « corporate », nous sommes neutres

L'ensemble du crédit privé est dominé par l'incertitude économique et politique. Si les « spreads », ou différentiels de taux par rapport aux obligations d'Etat, reculent depuis notre dernier comité, ils anticipent toujours sur les diverses notes de crédit un taux de défaut supérieur aux plus hauts observés depuis près de 40 ans. Or, l'exploitation et la situation financière des emprunteurs restent saines.

Sur le segment « investment grade » (0), le moins risqué, les « spreads » (269 points de base) demeurent très élevés, mais en deçà des niveaux d'il y a 3 ans. Certains segments sont particulièrement bon marché, mais le caractère systémique de la crise de l'endettement public et le manque de liquidité du marché réduisent l'appétit pour le risque. C'est le cas des banques, affectées par la paralysie du marché monétaire.

Sur le segment « high yield » (0), plus risqué, le récent recul du « spread » à 884 points de base témoigne de la capacité de résistance à la crise financière



Source : Merrill Lynch - 31/10/2011

des sociétés qui ne lui sont pas directement exposées. Les fondamentaux, toujours sains en termes d'exploitation et de bilan, ne justifient pas de relever les taux de défaut anticipés. Les flux sont redevenus nettement positifs sur ce segment aux Etats-Unis.

Nous demeurons favorables aux obligations convertibles (+ 2). Leur composante optionnelle est mal valorisée. Les fondamentaux des entreprises continuent de s'améliorer. Les flux redeviennent positifs dans des volumes encore faibles.

Nous recommandons également les prêts bancaires « senior » (+). Les différentiels de rémunération sont élevés au regard du faible risque de défaut anticipé, de la rémunération indexée à l'évolution des taux ainsi que du droit de recours aux actifs collatéraux. Malgré l'intérêt des investisseurs, l'offre de papier est faible.

■ Nous demeurons neutres sur les actifs des pays émergents

Le marché obligataire (0) est marqué par le ralentissement de l'activité, l'assouplissement des politiques monétaires, en particulier au Brésil et en Turquie, et l'affaiblissement de plusieurs devises locales. Les fondamentaux macro-économiques sont plus sains qu'ailleurs. Cependant, la situation difficile des marchés développés et les flux négatifs d'investissement qui en résultent rendent l'achat prématuré.

Les marchés d'actions (0) sont modestement valorisés. Certes, les flux négatifs d'investissement sont compensés par le relai de l'épargne locale et l'indice MSCI Emergents approche un niveau de soutien. Cependant, les marchés pourraient souffrir d'une détérioration supplémentaire de la situation en Europe. Une récession comparable aux précédentes justifierait alors une baisse supplémentaire du marché de 15/20%.

■ Parmi les thématiques

Nous privilégions toujours l'immobilier coté. Son rendement élevé, actuellement de 6 %, devrait être protégé par la croissance modérée du parc, la fermeté des loyers et la régularité des cash-flows. Ce segment d'actifs offre par ailleurs une protection fréquente du capital contre l'inflation.

Nous sommes également positifs sur les énergies alternatives. Dans le solaire, la reprise de la demande, soutenue par les réglementations américaines et chinoises, la fermeté des cours du pétrole et les difficultés sans doute durables du nucléaire, devraient compenser la disparition des aides fiscales. Nous nous ré-intéressons à l'éolien : les valorisations sont faibles,

alors que les nouvelles attendues devraient s'améliorer.

Nous sommes encore positifs sur le platine, marché très concentré et animé par la réglementation sur les pots catalytiques ; sur les mines d'or, toujours faiblement valorisées au regard des prix du métal et de ses fondamentaux ; enfin, sur les infrastructures, la communication digitale, l'agriculture et la forêt.

Nous sommes toujours neutres sur les génériques, sauf aux Etats-Unis et dans les pays émergents à l'exception de la Chine. Il en est de même de la biotechnologie, affectée par la pression sur les prix et la détérioration des taux de prises en charge, en particulier lorsque les entreprises sont en phase de lancement. de produits.

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	30/09/2011	11/10/2011	09/11/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	1,92	2,16	1,97
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	2,61	2,90	3,17
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	1,89	2,09	1,71
		31/12/2010	31/06/2011	30/09/2011	11/10/2011	11/10/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,34	1,36	1,36

Source : Datastream - 9 Novembre 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Indices actions au 09/11/2011 Performances depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 09/11/2011 Performances depuis le 11/10/2011 (%)	
CAC 40	-19,18	CAC 40	-2,48
DAX 30	-15,69	DAX 30	-0,60
Eurostoxx	-19,46	Eurostoxx	-2,87
FTSE 100	-7,45	FTSE 100	1,20
SMI	-12,87	SMI	-2,17
Nasdaq	-1,18	Nasdaq	1,50
S & Poors 500	-2,27	S & Poors 500	2,81
Dow Jones	1,76	Dow Jones	3,19
Nikkeï	-14,41	Nikkeï	-0,21
Brésil	-16,96	Brésil	6,89
Russie	-14,54	Russie	11,63
Inde	-15,37	Inde	4,52
Hong Kong	23035	Hong Kong	10,32

Source : Datastream - 9 Novembre 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
Russia	22,54	128,62	-72,41	19,18	70,75
India	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 - Decembre 2010

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, HSBC Global Asset Management, Reuters, Boursorama, Bloomberg, Natixis, JP Morgan, Morgan Stanley Research, SG Cross Asset Research, 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

© 2010 Allianz Global Investors

All rights reserved

¹ Allianz Global Investors Investments Europe est la plateforme européenne d'investissement d'Allianz Global Investors, regroupant les entités suivantes: Allianz Global Investors France S.A. (Société de Gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers, autorité de régulation en France), Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. (Société de Gestion de portefeuille agréée par Banca d'Italia, autorité de régulation en Italie), les succursales d'Allianz Global Investors Europe GmbH aux Pays Bas et à Zurich (Sociétés de Gestion de portefeuille agréées par les Autorités locales de régulation, l'Autoriteit Financiële Markten pour la succursale des Pays-Bas et l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers pour la succursale de Zurich) et enfin Aequitas GmbH (compagnie exemptée d'agrément en vertu des dispositions de la loi sur les banques « Kreditwesengesetz »).

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. Ce document a été préparé par Allianz Global Investors France : Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – 352 820 252 RCS Paris dont le siège social se situe au 20, rue Le Peletier – 75444 Paris Cedex 09. Allianz Global Investors France est une société de gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063. Avant de souscrire à ce produit, le distributeur vous remet le prospectus simplifié, document réglementaire visé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), que vous êtes invité à lire attentivement. Ce document est disponible auprès d'Allianz Global Investors France, sur le site Internet www.allianzgi.fr et auprès des entités qui commercialisent ce produit. Allianz Global Investors France décline toute responsabilité dans l'utilisation qui pourrait être faite de ces informations et des conséquences qui pourraient en découler. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce document réalisé à titre d'information ne saurait constituer ni une offre d'achat, de vente, ou de souscription d'instruments financiers.

Toute reproduction, copie, duplication, transfert, sous quelque forme que ce soit, concernant tout ou partie des informations, données financières et recommandations préconisées par Allianz Global Investors France sont strictement interdites.

Document non contractuel.