

# Allocation tactique

Lettre mensuelle



## Mauvais indices et demi mesures sur les dettes souveraines

### Aux Etats-Unis, une forte révision en baisse de la croissance

En mai, le déficit commercial se creuse à 50.2 MM \$, et les stocks de gros augmentent de 1.8 %, au-delà des attentes. En juin, les prix reculent de 0.2 % et l'inflation s'établit à 3.6 % sur un an. Pour le 2<sup>ème</sup> mois consécutif, les créations d'emplois sont négligeables, et reflètent la contraction de la fonction publique et de l'intérim. Le chômage remonte à 9.2 %.

En juin, les indicateurs avancés ralentissent à + 0.3 %. Les commandes de biens durables reculent de 2.1 %, en particulier dans l'auto-

mobile et l'aéronautique. En juillet, l'indice Empire State du secteur manufacturier s'améliore à - 3.76. Le chômage élevé et l'érosion du pouvoir d'achat font chuter le moral des ménages à 63.8 points, niveau inconnu depuis plus de 2 ans.

L'immobilier se porte mieux. En mai, l'indice Case-Shiller du prix des maisons reste stable. En juin, les mises en chantier se redressent de 14.6 %.

Dans son « livre beige » sur la conjoncture, la Réserve Fédérale (FED) note un ralentissement de l'activité dans plusieurs régions fin

juin-début juillet. Alors que la croissance est révisée de 3.1 à 2.3 % au 4<sup>ème</sup> trimestre 2010, et de 1.9 à 0.4 % au 1<sup>er</sup> trimestre, elle s'établit à 1.3 % au 2<sup>ème</sup> trimestre, 0.5 % de moins que prévu.

Ces mauvais chiffres enveniment les négociations sur le rehaussement du plafond de la dette et les mesures d'austérité qui l'accompagnent. Leur résultat inquiète certaines agences qui envisagent de placer la notation « AAA » du pays sous surveillance négative.

### En zone euro, ralentissement d'activité et indicateurs en recul

En zone euro en mai, la production industrielle ralentit à + 0.1 %, soit à + 4 % sur 12 mois. Le commerce extérieur, en déficit de 4.8 MM en avril, renoue avec l'équilibre ; le déficit courant diminue, et ressort à 0.6 % du Produit intérieur Brut (PIB) sur un an. En juillet, l'indice de croissance du secteur privé de l'institut Markit baisse à 50.8, niveau le plus faible en 2 ans ; il recule fortement hors de France et d'Allemagne. L'indice du sentiment des investisseurs (ZEW), attendu à 47.8, chute à 39.5. La confiance des acteurs économiques baisse pour le 5<sup>ème</sup> mois d'affilée à 103.2 points, en particulier en Italie et en Espagne.

**Allianz**   
Global Investors

En Allemagne en juillet, le chômage augmente à 7 %, et l'inflation de 0.1 % à 2.4 % sur un an. L'indice ZEW se contracte à -15 points, son plus bas niveau en 30 mois. En France, la production industrielle (+ 2 %) dépasse les prévisions, mais l'indice des directeurs d'achat (PMI) recule à 52.8, dont 50.1 dans l'industrie. Bien que le chômage remonte depuis 2 mois, la confiance des ménages progresse de 3 points à 86.

Mais la dette souveraine demeure la préoccupation majeure des investisseurs. Pour traiter celle de la Grèce, plusieurs solutions sont évoquées, alors que les notations de l'Irlande et du Portugal sont encore dégradées, et que l'inquiétude monte à propos de l'Espagne et de l'Italie. Le sommet

européen allège le poids de la dette grecque, mais ne prévoit pas de le faire pour celle des autres pays « périphériques ». Par ailleurs, il réaménage les mécanismes de solidarité financière, mais en soumet l'usage à des « circonstances exceptionnelles » et à l'« accord mutuel » des pays concernés. Dans cet environnement, le résultat des « stress tests » ne rassure pas définitivement sur la force du système bancaire.

L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) pointe le ralentissement des **pays émergents**.

En Chine en juin, l'indice PMI diminue de 61.9 à 57. La croissance

de 9.5 % au 2<sup>ème</sup> trimestre, s'établirait à 9.3 % fin 2011, et l'inflation de 6.4 %, à 4.3 % en fin d'année. En Inde, la banque centrale relève encore son taux directeur à 8 %.

**Au Japon** en juin, 3 mois après Fukushima, le solde commercial redevient positif, et les ventes au détail se reprennent (+ 1.1 %).

**Sur les marchés**, la plupart des grands indices actions, tant développés qu'émergents, continuent de se replier. Les taux à 10 ans poursuivent leur recul aux Etats-Unis, en Allemagne et en France, cependant que le dollar faiblit à nouveau.

Olivier Gasquet  
Achevé de rédiger le 03/08/2011

## Une nouvelle réduction de notre exposition aux risques

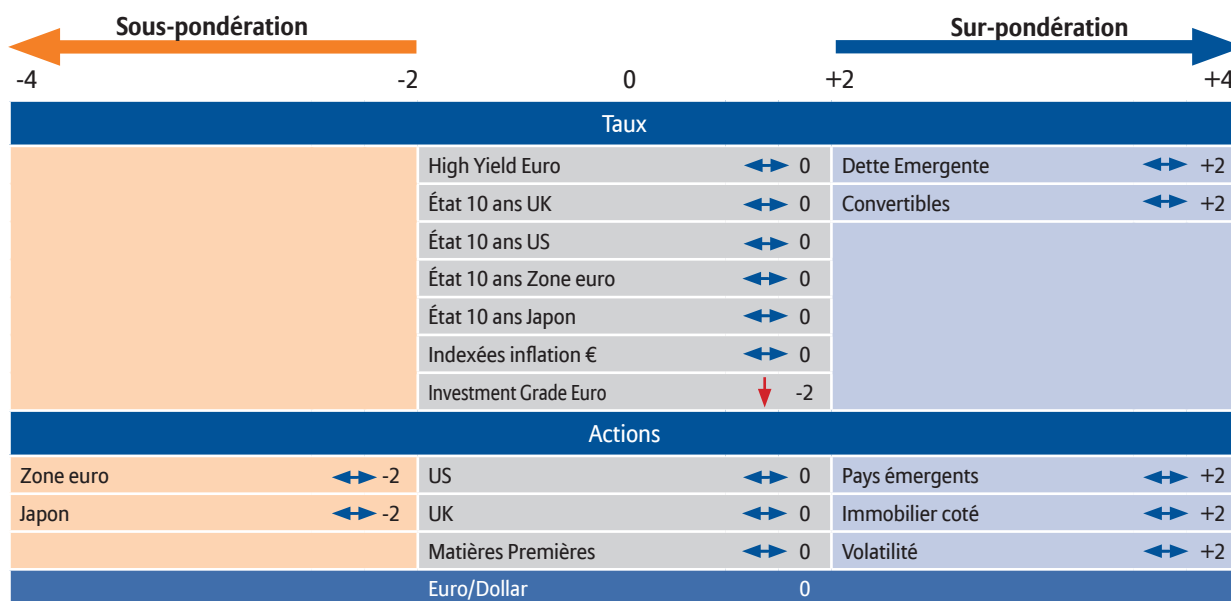
Décisions du 2 août 2011

### ■ Préliminaire :

Aux Etats-Unis, la nette révision en baisse du taux de croissance depuis le 4<sup>ème</sup> trimestre 2010, et la récente déception sur l'emploi invalident notre

scénario d'une reprise entretenue par le repli du chômage. Inévitables, une politique monétaire moins accommodante et un probable resserrement fiscal freineront l'activité au cours des

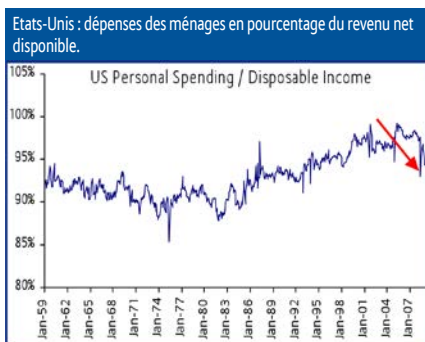
prochains trimestres. Bien que le risque de récession augmente, notre scénario est celui d'une croissance lente, durablement inférieure à son potentiel, marquée par un chômage élevé.



Source: AllianzGI France - Août 2011

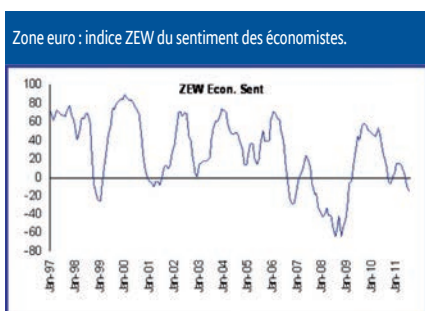
Rappel des modalités de fonctionnement du Comité d'Allocation d'actifs d'AllianzGI Investments Europe : le Comité d'allocation d'actifs attribue pour chacun des marchés principaux et en cas de convictions sur les diversifications, un score tenant compte de notre scénario économique central, mais aussi 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.



Source : JP Morgan - Bloomberg - Août 2011

En zone euro, les perspectives d'activité sont également revues en baisse.



Source : Bloomberg - Août 2011

L'absence de décision convaincante en vue de réduire la dette publique (en particulier aux Etats-Unis) ou d'assurer son financement (en particulier en zone euro) réduit la visibilité sur les perspectives économiques. Le choix des investissements n'en devient que plus ardu.

Dans les pays émergents, l'actuel resserrement monétaire modère la croissance sans la remettre en cause. La progression des salaires nourrit la demande locale, mais aussi la hausse des prix, soutenue par le renchérissement des matières premières. Ainsi, les importations en provenance de ces pays cessent-elles d'être un vecteur de désinflation dans les pays développés, pour devenir un facteur durable d'inflation.

■ Nous demeurons neutres sur les marchés obligataires.

Aux Etats-Unis (0), notre nouveau scénario nous conduit à surveiller attentivement les prochains chiffres de l'emploi. Le risque d'une contraction

de l'activité augmente, de même que celui de la persistance d'une inflation élevée, plaçant la FED en situation délicate. Néanmoins, nous jugeons que le repli des taux longs devrait se poursuivre, malgré la faiblesse des taux réels. Nous sommes neutres en termes de durée, et acheteurs sur tout repli.

En zone euro (0), le ralentissement de l'activité américaine et la probabilité d'une extension de la crise de la dette souveraine à de nouveaux pays « périphériques » pèsent sur la croissance. Bien qu'une nouvelle hausse du taux directeur de la Banque Centrale Européenne (BCE) puisse être décidée d'ici à la fin de l'année, la baisse des taux longs devrait se poursuivre, engendrant un aplatissement de la courbe. Nous sommes neutres en termes de durée, et acheteurs sur tout repli.

En Grande-Bretagne (0), la croissance déçoit comme ailleurs. Moins inquiète du niveau élevé d'inflation, la Banque d'Angleterre ne modifierait pas son taux directeur. Les taux longs continueraient donc de baisser à court terme, en corrélation avec ceux des Etats-Unis.

Au Japon (0), les fondamentaux macro-économiques et l'achat d'obligations publiques par la banque centrale expliquent le très bas niveau des taux longs. Mais leur redressement se profile à terme, avec la reconstruction et le risque d'inflation qu'induirait un repli du yen et la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation.

Japon : prévision d'évolution de l'indice des prix global (en noir) et sous-jacent (en jaune).



Source : BNPP - Juillet 2011

Nous arbitrons les obligations japonaises contre les obligations américaines. Nous sommes neutres en termes de durée.

■ Nous demeurons neutres sur les actions des pays anglo-saxons, et négatifs ailleurs.

Aux Etats-Unis (0), les résultats semestriels publiés dépassent de 5.6 % les prévisions, principalement dans les secteurs de l'énergie et des technologies. Cependant, 60 % des profits des entreprises du S&P 500 sont d'origine domestique. Aussi, les incertitudes politiques (le relèvement du plafond de la dette), l'inquiétude sur le ralentissement de la croissance et des gains de productivité, la crainte que le cours élevé des matières premières se maintienne ou augmente encore, jettent un doute sur la progression des marges attendue. Les prévisions bénéficiaires pour les semestres à venir nous paraissent donc trop élevées.

En zone euro (- 2), les résultats publiés, légèrement décevants, engagent les analystes à revoir en baisse leurs attentes.

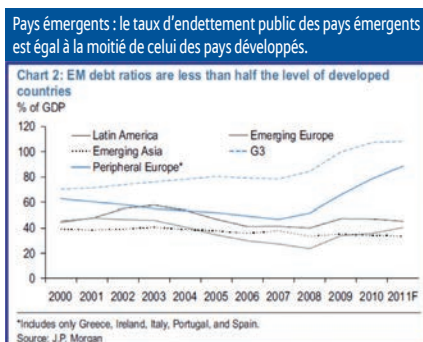
Meilleur marché que début juillet, offrant une prime de risque plus élevée, les actions sont plus attractives. Cependant, le progrès réel mais insuffisant accompli par le dernier conseil européen sur le traitement de la dette des pays périphériques, et le risque possible d'un contagion de la crise à l'Espagne et à l'Italie nous maintiennent à l'écart.

Au Royaume-Uni (0), le marché d'actions est soumis aux mêmes tensions que les autres. En effet, alors que l'économie ralentit sensiblement, la problématique de la dette entretient une aversion élevée au risque. Malgré tout, la marge de manœuvre des autorités sur leur devise confère au marché local un potentiel de performance supérieur à celui de la zone euro. C'est pourquoi nous adoptons une position neutre.

Au Japon (- 2), après les catastrophes de mars, la reprise industrielle en « V » se confirme. Le redressement du marché (+ 15 % depuis 3 mois) devrait être désormais freiné par le ralentissement de la demande mondiale et la hausse du yen. Aussi la croissance bénéficiaire attendue, la plus élevée des pays développés, nous paraît-elle fragile. Elle invite à nuancer les ratios de valorisation, parmi les plus attractifs des grands marchés.

■ **Nous demeurons favorables aux dettes et aux actions des pays émergents.**

Les obligations émergentes (+ 2) présentent l'avantage d'être peu sensibles au ralentissement américain et à la crise de la dette souveraine en zone euro. Certes, les récentes hausses du taux directeur des banques centrales chinoise et indienne surprennent. Mais dans l'ensemble, les politiques monétaires sont relativement peu restrictives, et devraient peser modérément sur



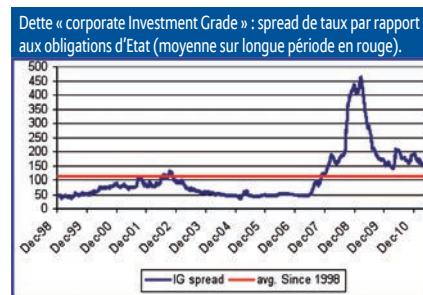
Source : JP Morgan - Juillet 2011

l'activité. L'inflation ralentirait avec la stabilisation du prix des matières premières. Les flux d'investissement sont toujours positifs. Nous privilégions les obligations souveraines, en particulier celles libellées en devises locales, appelées à s'apprécier.

Les actions (+ 2) se sont récemment mieux tenues que dans le reste du monde. Les indices PMI (des directeurs d'achat) chutent tous en dessous de 50, sauf en Inde où la dégradation est néanmoins forte. Cependant, les indicateurs avancés montrent une atténuation du ralentissement au Brésil et une stabilisation en Chine. Le repli de la croissance devrait donc être modéré. Les flux sont toujours acheteurs.

■ **Sur le crédit, nous devenons vendeur d'obligations « investment grade ».**

Le marché segmente toujours les obligations « investment grade » (- 2) selon l'activité de l'émetteur (financière ou non), et sa localisation (un pays périphérique, ou autre). A la suite du récent aménagement de la dette grecque, leur « spread » a baissé. Bien que devenu plus sensible aux évolutions macro-économiques, ce segment d'actif montre une moindre volatilité que les obligations souveraines, sans doute attribuable au recul de sa liquidité sur le marché. Nous décidons donc de rester à l'écart.



Source : AGI Investment Europe - Août 2011

Nous demeurons neutres sur les obligations « high yield » (0). Les émetteurs présentent en termes d'activité et de situation financière des fondamentaux d'excellente qualité. Leur amélioration est susceptible de se poursuivre, et le taux de défaut de baisser encore. Mais ces titres sont sensibles à un ralentissement de l'activité, ainsi qu'aux décisions de politique monétaire aux Etats-Unis et en zone euro. Certes, le récent plan grec a permis une baisse du « spread » de taux, car l'appétit des investisseurs reste élevé. Cependant, moins liquide, ce segment d'actif est devenu plus vulnérable.

Notre intérêt pour les convertibles (+ 2) demeure soutenu par leur rémunération attractive, l'amélioration de l'exploitation des émetteurs, la contraction des « spreads » de crédit, leur sensibilité au redressement des marchés d'actions et leur faible volatilité. Les flux sont acheteurs.

Indices actions au 02/08/2011	Performance depuis le 31/12/2010 (%)	Indices actions au 02/08/2011	Performance depuis le 12/07/2011 (%)
CAC 40	-9,25	CAC 40	-6,66
DAX 30	-1,7	DAX 30	-5,26
Eurostoxx	-9,44	Eurostoxx	-5,50
FTSE 100	-3,09	FTSE 100	-2,58
SMI	-13,85	SMI	-7,82
Nasdaq	+0,67	Nasdaq	-4,07
S & Poors 500	-0,32	S & Poors 500	-4,57
Dow Jones	+2,95	Dow Jones	-4,67
Brésil	-17,31	Brésil	-4,01
Russie	+12	Russie	+2,98
Inde	-11,13	Inde	-1,58
Hong Kong	-2,66	Hong Kong	+3,50

Source : Datastream - Août 2011

Taux (%)		31/12/2010	31/03/2011	30/06/2011	02/08/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,45	3,16	2,61
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,71	3,41	3,19
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,35	3,01	2,41
		31/12/2010	31/03/2011	30/06/2011	02/08/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,41	1,45	1,42

Source : Datastream - Août 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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

© 2010 Allianz Global Investors

All rights reserved

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](http://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. Avant toute décision d'investissement un investisseur doit consulter son conseiller financier pour évaluer l'investissement et s'assurer de l'adéquation de l'investissement en fonction de sa situation, son profil de risque et ses objectifs. 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.