

La lettre Economie & Marchés

Actualité du mois de juillet 2010



Juillet 2010 : l'activité faiblit aux Etats-Unis, mais surprend en zone euro



© photo - libre

Aux Etats-Unis, le ralentissement de la croissance se confirme, à 2.4 % au 2ème trimestre contre 3.7 au 1er. En mai, le déficit du commerce extérieur se creuse de 40.3 à 42.3 MM \$; le crédit à la consommation, en recul depuis 2 ans, se contracte encore. En juin, l'indice des commandes baisse de 57.1 à 54.4 ; les ventes au détail déçoivent (- 0.5 %) ; la confiance des investisseurs en capital baisse de 92.2 à 88 ; enfin, les indices des FED de New-York et de Philadelphie confirment le ralentissement de la production industrielle. La contraction du crédit, la faiblesse de l'immobilier résidentiel, le lent redressement de l'emploi justifient la prudence de la FED. Elle réduit de 0.2 % la croissance attendue en 2010, et ne prévoit au delà qu'une croissance modérée et un recul très progressif du chômage, vulnérables à de multiples risques.

En zone euro, l'activité industrielle est forte au 2ème trimestre, en particulier sur les biens intermédiaires et d'investissement, malgré le recul des ventes

automobiles (- 6.9 %). La production en Allemagne, en France et en Italie, et les commandes industrielles en Allemagne, sont soutenues par l'exportation. Les indices PMI progressent, dans le secteur des services grâce à la France, et dans le secteur manufacturier grâce à l'Allemagne. Ce dernier devrait ralentir dans les mois à venir, car la consommation reste faible. Les ventes au détail, en recul de 0.9 % en avril, reprennent 0.2 % en mai. Mais en juin, elles baissent de 0.9 % en Allemagne et celles de biens manufacturés de 1.4 % en France. En Allemagne, en juillet, le climat des affaires s'améliore de 4.4 points à 106.2, mais la crainte d'un ralentissement de l'activité ramène le moral des investisseurs (ZEW) de 28.7 à 21.2. Devant des perspectives d'activité fragiles, et malgré une inflation estimée en hausse à 1.7 % en juillet, mais stable en termes sous-jacents, la BCE maintiendra son taux directeur.

Au Japon, en mai, les prix reculent de 1.2 % l'an, et les commandes de biens

d'équipement chutent de 9.1 %. Cependant, le moral des ménages s'améliore en juin de 42.8 à 43.5, et les exportations croissent de 41.1 %. En Chine, l'économie ralentit de 11.3 % au 1er trimestre à 7.8 % au 2ème, malgré un excédent commercial en hausse de 14.3 à 41.2 MM \$. En juin, l'investissement dans les zones urbaines et les ventes au détail s'effritent à 25.5 et 18.3 % l'an, et l'immobilier s'assagit. L'inflation reste modérée, à 2.9 % en glissement annuel. Au Brésil, la croissance au 1er trimestre atteint 11.4 % en rythme trimestriel. En juin, le chômage atteint son plus bas niveau connu. Afin d'éviter la surchauffe, les banques centrales du Brésil et de l'Inde relèvent leur taux directeur à 10.75 % et 5.75 %.

Sur les marchés financiers, le SP 500 et le Dow Jones grimpent de 6.88 et 7.08 %. En Europe, le SMI et le Footsie prennent 1.50 et 6.93 %, et en zone euro, le DAX et l'Eurostoxx 3.06 et 6.56 % respectivement. En Asie, le Nikkeï progresse de 1.65 %, et Shanghai de 9.23 %. Le marché brésilien prend 10.8 %.

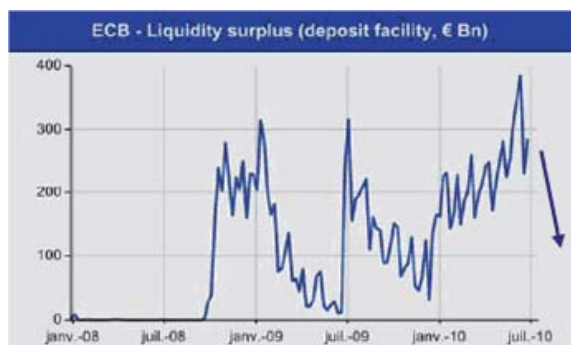
Sur les marchés obligataires, le taux à 10 ans varie peu, à 2.91 % sur les «Treasuries», 2.66 % sur le Bund et 2.94 % sur l'OAT.

Avec la dissipation des inquiétudes sur la dette souveraine, l'euro se rétablit à 1.3 \$, et l'or se replie de 5.8 % à 1168 \$ l'once. Le pétrole reprend 5.36 % à 77.2 \$ le baril.

Olivier Gasquet
Responsable de l'Information
et de la Formation financières
Allianz Global Investors France

Points d'actualité macro-économique

BCE : une sortie de crise différée par le doute sur la dette souveraine

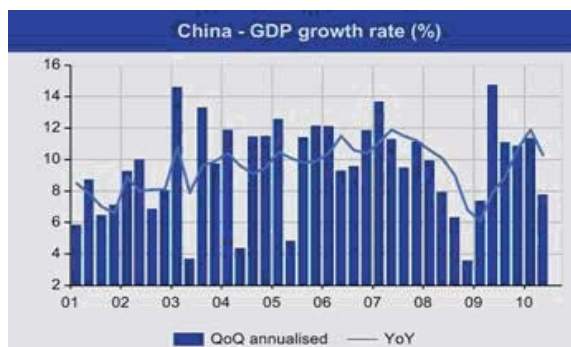


Source: ECB

En juin 2009, les banques avaient bénéficié auprès de la BCE d'un refinancement à 1 an illimité. Les 442 MM € effectivement souscrits excédant leurs besoins, les taux monétaires ont fortement diminué, et l'EONIA s'est effondré. Cet été, l'introduction de nouvelles opérations de refinancement illimitées à maturité réduite (3 mois) incitera les banques à ajuster leur demande à leurs besoins réels.

La gestion plus fine de sa liquidité par le système bancaire réduira les montants à placer auprès de la BCE ou sur le marché monétaire. Ainsi le taux de l'EONIA devrait-il se rapprocher peu à peu du taux directeur de la BCE. Au regard du profil de croissance attendu ces prochains semestres, nous n'anticipons pas de resserrement monétaire avant la fin de l'année prochaine.

Le ralentissement plus ample qu'attendu en Chine

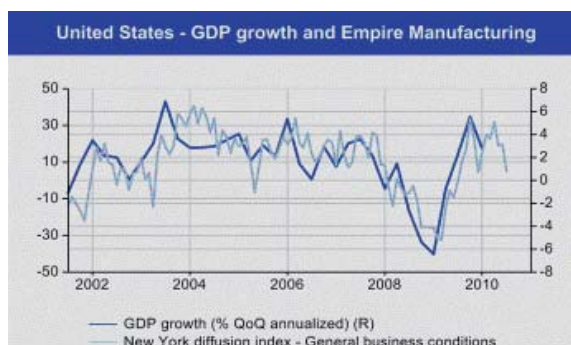


Source : AllianzGI France

L'activité augmente au 2nd trimestre de 7,8% en rythme trimestriel annualisé, après +11,3% au 1^{er}. Ce vif repli de la croissance vers son potentiel surprend. Dans la mesure où, du 1^{er} au 2nd trimestre, le solde du commerce extérieur augmente de 14 à 41 MM \$, où l'investissement des ménages et des entreprises en zone urbaine croît de 42%, le ralentissement ne pourrait provenir que de la consommation privée. Mais les statistiques chinoises restent peu sûres. Dans l'attente des chiffres de la consommation, les économistes s'inquiètent qu'elle puisse ne pas apporter à la croissance le soutien escompté.

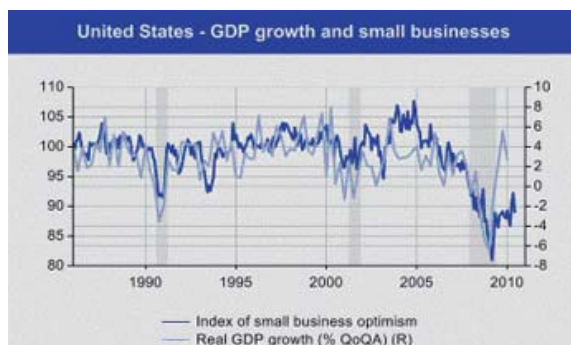
L'inflation baisse en juin de +3,1 à +2,9% l'an, contre +3,3% attendu. En termes sous-jacents, elle se stabilise à +0,5%, confirmant ainsi le caractère relativement bénin des tensions actuelles.

Aux Etats-Unis : simple ralentissement ou « double creux » ?



Source : New-York Fed, BEA

La fin du restockage (0,4% en avril, +0,1% en mai), la moindre croissance du commerce international, leur impact sur la production industrielle (+1,3% en mai, +0,1% en juin), l'affaiblissement progressif des stimuli fiscaux induisent un ralentissement de l'activité. Dans le secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat (ISM) se replie à 53,8, proche du niveau en dessous duquel (50) son activité recule. La consommation des ménages décevante en juin, devrait ressortir à +2/+2,5% annualisés au 2nd trimestre, avant de se replier devant la persistance d'un chômage élevé et la fin des allègements d'impôts. Enfin, la contraction continue du crédit handicape le développement des PME dont le tissu compte pour la moitié de l'activité et de l'emploi. De fait, les indices des Fed de New York et de Philadelphie en juillet le confirment : ils sont cohérents avec une croissance de +2% au 3^{ème} trimestre contre +3% au 2^{ème}.



Source : BEA, NFIB

Si le ralentissement est tangible, plusieurs facteurs en freinent l'ampleur. Il semble en effet difficile que l'immobilier puisse se détériorer davantage ; les créations d'emplois, se poursuivent, bien qu'insuffisantes pour réduire un chômage toujours élevé ; enfin, les entreprises sont engagées dans un cycle d'investissement important, que la demande émergente et leur santé financière contribuent à rendre durable. Un retour en récession nous semble donc exclu, sauf choc exogène.

En juin, l'inflation s'effrite de 0,1%, mais se redresse de 0,2% en termes sous-jacents. Ces chiffres confirment l'ancrage des anticipations d'inflation et le caractère encore improbable du risque déflationniste.

Politique d'investissement

L'environnement est marqué par un ralentissement simultané de la croissance dans les pays développés et dans les pays émergents. Il justifie la prudence, même si le comportement du marché nous contredit actuellement.

Sur le marché des taux, nous sommes principalement neutres. Alors que l'activité ralentit, ils atteignent ou retrouvent leurs plus bas niveaux historiques dans plusieurs pays, en dépit des doutes durables prévalant sur la solvabilité de plusieurs autres emprunteurs souverains.

Aux Etats-Unis, la pente des taux est nettement plus forte qu'en zone euro, bien que la conjoncture ralentisse de la même manière. Nous sommes neutres (0), et adoptons une position d'arbitrage tactique sur la partie longue.

En zone euro, nous sommes neutres (0) également. Par exception, nous sommes positifs sur l'Allemagne (+2) au regard de la force relative de ses fondamentaux. Nous arbitrons ses obligations à l'intérieur d'une fourchette de 2,50/2,75%. Quant à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce, la meilleure perception de leur dette sur le marché paraît transitoire car elle n'est pas soutenue par une réelle amélioration de leur situation macro-économique.

En Grande-Bretagne et au Japon, nous sommes neutres.

Pas de craintes inflationnistes

Nous sommes neutres sur les obligations indexées sur l'inflation dans la mesure où le danger que celle-ci présente continue de reculer.

Nous sommes positifs (+2) sur la dette privée de première catégorie (« *investment grade* ») : nous jouons davantage son rendement qu'un espoir de plus value. En revanche, nous sommes neutres (0) sur le segment à taux élevé (« *high yield* »), car nous craignons qu'il ne soit sensible aux mêmes facteurs de risques

que ceux que nous anticipons pour les actions. Pour les mêmes raisons, nous sommes neutres sur les convertibles.

Le marché concentre son attention sur les statistiques macro-économiques aux Etats-Unis

Sur le marché des actions, notre point de vue devient en effet plus négatif.

Aux Etats-Unis, nous dégradons notre note à -2. Certes, les chiffres d'affaires publiés correspondent aux anticipations, donc surprennent peu et ne soutiennent pas vraiment les cours. Le marché concentre donc son attention sur les statistiques macro-économiques. Elles confirment un ralentissement fin 2010 et début de 2011. Aux Etats-Unis, la valorisation du marché est justifiée par les données et prévisions actuelles de la place. En revanche, elle reste attrayante en zone euro, où elle porte la marque de la récente crise de la dette publique et de l'Union Monétaire. Néanmoins, nous demeurons négatifs (-2) au regard de l'inévitable révision en baisse des prévisions de croissance de résultats en 2011, que nous jugeons trop élevées à +15%

Nous sommes neutres sur le Japon, où consommation et demande extérieure contribueront au repli de l'activité.

Nous restons favorables aux marchés émergents (+2) sur lesquels nous concentrons l'essentiel des positions actions. Un risque existe que devant un ralentissement pour eux inhabituels, les marchés faiblissent de manière marquée. Mais la correction récente de plusieurs d'entre eux les ramène à des niveaux moins vulnérables. Par ailleurs, en Chine, le freinage de l'activité dans les régions côtières est en partie compensé par des plans de développement ou de soutien dans le centre du pays.

Nous demeurons positifs sur les matières premières, dont le marché est structurellement soutenu par le développement des marchés émergents.

Sur le dollar, le changement de psychologie est total

Sur le dollar, le changement de psychologie est total. Nous sommes neutres, car les marchés prennent conscience que les niveaux atteints par l'endettement public, en particulier en période de ralentissement économique, posent autant de problèmes en zone euro que dans les autres pays développés.

Enfin, nous sommes acheteurs de volatilité aux alentours de 20/25%. Ces niveaux nous semblent attrayants tant que le marché doutera de la croissance en 2011 dans les pays développés et du niveau auquel elle se stabilisera dans les pays émergents.

En bref...

Actions

Notre surpondération en actions privilégie les Etats-Unis et les marchés émergents.

Zone euro	Etats-Unis	Japon
-2	-2	0
Royaume-Uni	Marchés Emergents	
0	+2	

Taux

Nous sommes neutre sur tous les titres d'Etat, sauf en Allemagne.

Zone euro	Etats-Unis	Japon
0	0	0

Inflation

Nous devenons neutre sur les obligations indexées. Le risque d'inflation recule.

Pays Emergents

Nous restons positif (+2). Le ralentissement de l'activité nous semble transitoire, et pris en compte par les cours actuels.

Les indicateurs d'AllianzGI Investments Europe

De l'examen de nos indicateurs, ressortent les évolutions suivantes :

- bien qu'il continue de croître à un rythme élevé, le commerce international confirme son ralentissement. Cette évolution est concomitante aux Etats-Unis, en Europe et en Asie,
- la croissance de la liquidité mondiale réaccélérait en début de l'année, et dépassait 20 % en avril (date des dernières données disponibles). Cette évolution était essentiellement le fait de l'Asie,
- les conditions financières et monétaires demeurent très accommodantes aux Etats-Unis, moins au Royaume-Uni où leur contraction les rapproche de la neutralité. En revanche, elles se stabilisent en zone euro à un niveau neutre,
- les données macro économiques publiées aux Etats-Unis déçoivent les anticipations, en particulier sur le niveau d'activité. En zone euro, elles leur sont conformes. En Grande-Bretagne, l'activité dépasse les prévisions, de même que l'inflation dans une moindre mesure,
- la dispersion des prévisions macro économiques continue d'être forte :
 - l'amplitude des chiffres de croissance attendue en 2011 aux Etats-Unis approche 3 %, et 2 % en zone euro. Ceux d'AllianzGI sont légèrement inférieurs à la moyenne du consensus,
 - la dispersion des prévisions d'inflation en 2011 dans les pays anglo-

saxons est excessivement élevée ; elle approche 3,5 % aux Etats-Unis, et les dépasse même en Grande-Bretagne,

- les indicateurs de déflation reculent dans les quatre principales zones ou pays développés,
- l'aversion au risque des investisseurs recule, mais reste très élevée.

Ainsi, alors que la croissance des liquidités mondiales accélère à nouveau, les conditions monétaires restent accommodantes dans les pays développés, facilitant le recul du risque déflationniste. Mais le ralentissement qui se dessine nourrit une inquiétude élevée sur le profil macro économique en 2011.

Prévisions AllianzGI Investments Europe

Croissance du PIB (%)	2009	2010	2011	Consensus 2011	Part dans le PIB mondial (PPP 2009)
Etats-Unis	-2,4	2,9	2,1	3,1	20
Zone euro	-4,1	1,0	1,3	1,4	15
Royaume-Uni ¹	-4,9	1,3	2,5	1,3	3
Japon ¹	-5,3	1,9	2,0	3,2	6
OCDE	-3,5	2,0	1,8	2,4	54
Pays émergents	2,1	6,4	6,0	6,5	46
Chine	8,7	10/11	8/9	9,6	13
Inde	5,7	7/8	6/7	7,7	5
Brésil	-0,2	6/7	5/6	5,2	3
Russie	-8,1	4/5	3/4	3,9	3
Monde	-0,9	4,0	3,8	4,3	100

¹ Source : FMI

	P/E sur 12 mois				P/E G & D (10 ans)			Prime de risque G & D (%)		
	Euro	EU	Japon	Emergents	Euro	EU	Japon	Euro	EU	Japon
08/07/2010	10,1	11,5	14,4	10,3	11,3	14,3	13,5	6,2	4,0	6,3
30/06/2010	10,9	12,3	15,4	10,8	11,0	13,8	13,2	6,5	4,3	6,5
31/05/2010	10,1	12,2	14,9	10,0	11,2	14,6	13,9	6,2	3,6	6,0
31/03/2010	12,3	14,2	17,8	11,9	12,5	15,8	15,6	4,9	2,5	5,0
31/12/2010	12,6	14,6	19,4	12,8	12,6	15,1	14,5	4,5	2,8	5,6
Moyenne LT	14,6	15,2	20,0	10,8	22,6	23,5	28,4	1,0	0,8	2,7

Responsable de la rédaction :

Olivier Gasquet / Formation et information financières Tél. : 01 57 86 85 47 - olivier.gasquet@allianzgi.fr

Sources :

Recherche économique Allianz Global Investors France - Bloomberg - Datastream

Crédits photos :

www.photo-libre.fr

Réalisation :

Service Communication
Allianz Global Investors France

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.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

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.

La présente publication a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas à être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France. Document non contractuel.
www.allianzgi.fr