

L'Europe au secours de la Grèce



© photo - libre

Aux Etats-Unis, l'économie croît de 3 % au 1^{er} trimestre, et confirme sa reprise. L'activité industrielle mesurée par l'indice ISM progresse et nourrit une hausse de l'emploi industriel pour le cinquième mois consécutif. Cependant en avril, le chômage augmente de 0,2 % à 9,9 %. Alors que leurs revenus continuent de s'améliorer (+0,4 %) en avril, les ménages stabilisent leurs dépenses. Le taux d'épargne se redresse ainsi de 3,1 % à 3,6 %. Dans l'immobilier, avant que les avantages fiscaux ne prennent fin, les ventes progressent encore de 14,8 % dans l'ancien et de 7,6 % dans le neuf. Mais l'indice Case-Schiller témoigne de l'effritement continu des prix, de 0,05 % en avril après 0,1 % en mars.

En zone euro, l'activité reste molle. Elle progresse de 0,2 % au 1^{er} trimestre, grâce à la croissance des exportations allemandes de 10,7 % en mars. La hausse des commandes à l'industrie de 5,2 % confirme le regain de ses perspectives. En mai, le moral des ménages faiblit, notamment en France. Il pèse sur la consommation,

d'autant que l'inflation atteint 1,5 % l'an. Le moral des investisseurs recule également, de 6,4 points à partir de son plus haut niveau depuis deux ans.

La crise de la dette souveraine oblige les gouvernements à mettre un terme à sa dérive, et fait prendre conscience de l'ampleur des sacrifices à consentir. Les marchés saluent d'abord les mesures de rigueur annoncées par la Grèce, le Portugal, l'Espagne et le Royaume-Uni, puis s'inquiètent de leur impact négatif sur la croissance. L'Allemagne accepte de prendre part au plan de 750 milliards destiné à venir en aide aux pays de la zone euro en difficultés financières.

La BCE achète ses premières lignes de dettes sur le marché secondaire, afin de faire baisser le taux des emprunts publics les moins recherchés. Elle confirme par ailleurs le maintien à 1 % de son taux de refinancement.

En Grande-Bretagne, les tensions inflationnistes se confirment. Les prix progressent de 3,7 % l'an en avril. La pro-

duction industrielle se redresse en mars de 2 % sur un mois et sur un an. En Chine, la croissance bénéficie de la dynamique des exportations et de la construction. En avril, les ventes au détail bondissent de 18,5 % sur un an. Les prix à la consommation augmentent de 2,8 %, mais ceux de l'immobilier de 12,8 %. Aussi les autorités continuent-elles de resserrer la politique monétaire, afin d'éviter une surchauffe de l'économie et les excès de spéculation immobilière.

Au Japon, le PIB progresse de 1,2 % au 1^{er} trimestre par rapport au précédent, grâce à la consommation domestique et aux exportations. Mais le recul des prix se poursuit, de 1,2 % l'an en avril.

Sur les marchés financiers, le Dow Jones et le SP 500 perdent 7,92 et 8,2 %. En Europe, le SMI et le Footsie baissent de 4,6 et 6,57 % respectivement, et en zone euro, l'Eurostoxx de 7,33 % et le CAC de 8,11 %. Plus résistent, le Dax ne cède que 2,79 %. En Asie, le Nikkeï chute de 11,65 %, Shanghai de 9,67 %, quand Bombay limite son recul à 3,6 %.

Sur les marchés obligataires, les taux à 10 ans perdent de 40 à 30 points de base, à 3,29 % sur les « Treasuries », 2,68 % sur le Bund et 2,92 % sur l'OAT.

L'euro poursuit son repli contre dollar de 1,33 à 1,22. Témoins de l'inquiétude des investisseurs, l'or gagne 3,83 % à 1214 \$ l'once, et le pétrole décroche de 15,32 % à 73,06 \$ le baril.

Olivier Gasquet

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

Conjoncture

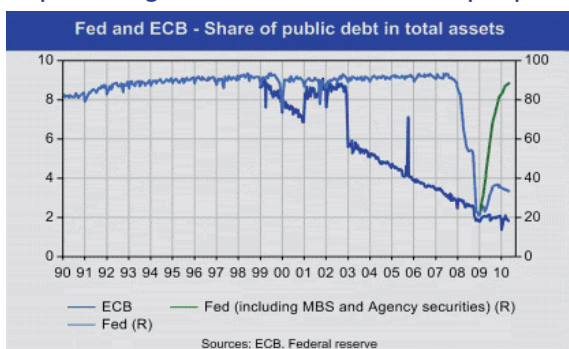
Le plan d'urgence de la zone euro - Graphique 1



Le fonds d'urgence de la zone euro atteint 750 MM €. 60 MM sont apportés par la Commission Européenne, 440 MM par le Fonds de Solidarité Européenne cautionné par les Etats, et 250 MM par le FMI.

Il s'agit de montants mobilisables en cas de nécessité. Les capitaux levés seront mis à la disposition des pays comme le Portugal, l'Espagne et l'Italie dont les équilibres financiers durablement fragiles sont susceptibles de les soumettre aux taux de financement excessivement élevés exigés par les prêteurs (graphique 1). En contrepartie des conditions raisonnables dont ils bénéficieraient, les bénéficiaires s'engagent par des mesures concrètes à redresser leurs finances publiques.

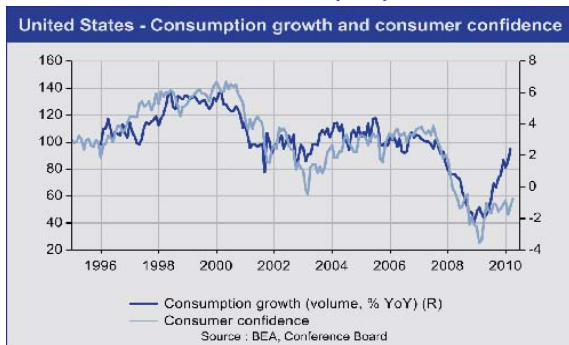
Le plan d'urgence de la zone euro - Graphique 2



D'ores et déjà, la BCE veille au refinancement des banques. Elle décide que les trois prochaines opérations à 3 et 6 mois se feront à taux fixe ou variable pour des montants illimités. Elle réactive également ses lignes d'échanges (swap) avec la Fed afin d'assurer l'approvisionnement du marché interbancaire en dollars.

Surtout, elle s'engage à acheter des obligations publiques ou privées sous-évaluées par les investisseurs. Il n'y a pas de raison que cette mesure entache sa crédibilité. En effet, des retraits pour des montants équivalents compenseront la liquidité ainsi distribuée, et stabiliseront ainsi la monnaie en circulation. Par ailleurs, les titres d'Etat ne représentent que 2% du bilan de la BCE hors pensions livrées, beaucoup moins que les 33% (90% en tenant compte des MBS et dettes garanties par l'Etat Fédéral) observés dans celui de la Fed (graphique 2).

Le ralentissement au 2nd semestre et la poursuite de la désinflation - Graphique 1



Les derniers chiffres publiés confirment le ralentissement attendu au 2nd semestre.

Aux Etats-Unis, la consommation croît sans que la confiance des consommateurs se redresse (graphique 1). Son ralentissement, bientôt inéluctable, ramènera la croissance à 2% en fin d'année.

En zone euro, les diverses composantes de la demande confirment l'affaiblissement de l'activité. La consommation des ménages n'a pas de raison de croître, car aucune des composantes de leurs revenus ne paraît pouvoir s'améliorer. L'emploi se redresse légèrement en Allemagne, mais s'effrite ailleurs. La stabilité du chômage à un niveau élevé ralentit les salaires.

Les prestations sociales diminuent. Dans certains pays, le traitement des fonctionnaires est même réduit.

La consommation publique recule également. Afin de juguler la crise, les Etats, avaient augmenté leurs dépenses de 20% à 22% du PIB au 4^{ème} trimestre 2009. A présent, la pression des marchés sur l'endettement public les conduit sur le chemin inverse.

Le commerce extérieur a fortement soutenu la production industrielle de la zone. Or le durcissement de la politique monétaire des principaux pays émergents devrait en freiner l'essor. L'investissement des entreprises pourrait donc ne pas continuer de se raffermir.

L'Union Monétaire est donc de toutes les grandes zones celle dont la demande globale sera la plus atone. La croissance pourrait ainsi ralentir à 0,5% au 2nd semestre. Dans cet environnement, l'inflation sous-jacente continuerait de fléchir en deçà des plus bas niveaux jamais observés (graphique 2). La déflation peut devenir un risque.

Le ralentissement au 2nd semestre et la poursuite de la désinflation - Graphique 2



Politique d'investissement

Compte rendu de la réunion du Comité de Gestion Diversifiée qui s'est tenu le 20 mai dernier.

En avril, le marché avait salué les bons résultats d'entreprises et chiffres macro-économiques publiés. Mais en mai, il a pris une conscience aigüe du risque souverain des pays développés, des mesures nécessaires pour le maîtriser et de leur impact à long terme sur la croissance. Il a également mesuré les faiblesses de la zone euro, et donc de sa monnaie, qui tiennent moins à ses ratios économiques globaux qu'à l'hétérogénéité des situations et politiques économiques des pays qui le composent.

La nature de cette crise appelle une gestion au moins autant politique qu'économique. Partout, elle doit viser à résorber les déficits, et en zone euro, à renforcer la gouvernance économique. Mais sur ce dernier point, les développements sont difficilement prévisibles.

La défiance des investisseurs qui en résulte se traduit par une remontée de la volatilité, et surtout une re corrélation progressive des actifs. Toutes deux appellent à la prudence. Nous adoptons donc une position neutre sur la plupart des classes et segments d'actifs auxquels nous nous intéressons.

Sur le marché des taux, c'est d'abord le cas des emprunts d'Etat

En zone euro, le risque de déflation fait craindre une édition européenne du scénario japonais. En Allemagne et en France, les taux atteignent les plus bas niveaux jamais observés depuis plusieurs décennies. Dans ces deux Etats, les taux d'épargne les plus élevés des grands pays développés peuvent mener les taux longs plus bas encore. Quant aux pays périphériques, nous restons bien entendu à l'écart.

Aux Etats-Unis, les taux longs se rapprochent des plus bas atteints en décembre 2008. Mais l'épargne domestique ne suffit pas aux besoins de financement public. Celui-ci dépend donc des capitaux étran-

gers. Or, les pays émergents aujourd'hui cherchent moins à encourager leur épargne qu'à développer leur consommation domestique. Le risque existe donc que les taux longs se redressent.

Sur le segment des obligations privées, la réappréciation du risque par les investisseurs, la tentation de prendre leurs profits après les remarquables performances récentes nous conduisent à devenir neutres (0) sur les obligations à risque élevé (« *high yield* »). En revanche, nous maintenons notre notation (+2) sur les obligations de première catégorie (« *investment grade* ») dont les fondamentaux sont meilleurs.

Quant aux obligations convertibles, notre prudence, tant sur le marché des dettes privées que sur celui des actions, justifie notre neutralité.

Sur le marché des actions, les résultats publiés au 1er trimestre sont très satisfaisants, et les prévisions pour l'année devraient être plus ou moins tenues.

En revanche, celles pour 2011 semblent intenables. Nous sommes donc neutres, à quelques exceptions près.

Les Etats-Unis demeurent relativement à l'abri de la crise actuelle, dans la mesure où le resserrement budgétaire n'est pas encore le sujet du jour. Néanmoins, le marché reste fragile.

En zone euro, la crise de la dette souveraine et son impact sur le scénario économique pèsent sur la dynamique de résultats des entreprises à moyen terme. Le très bas multiple de valorisation par les résultats, et les niveaux élevés du rendement et de la prime de risque, au-delà de leur attrait, ne sont pas des soutiens sûrs dans l'environnement actuel. Le risque demeure.

Au Japon, nous sommes également neutres. Grâce à l'importance des exportatrices tournées vers les pays émergents d'Asie, le Nikkei reste assez peu corrélé aux indices des autres pays développés.

Nous sommes négatifs sur la Grande-Bretagne (-2). Malgré les fondamentaux du pays, la livre sterling résiste : elle échappe à l'attention des investisseurs, préoccupés par les difficultés de la zone euro

Enfin, nous restons positifs (+2) sur les marchés émergents, même si nous réduisons nos positions. Bien qu'affectés par le raffermissement de leur politique monétaire et le ralentissement de la croissance des pays développés, ils devraient parvenir à défendre une croissance autonome.

Quant aux actifs subsidiaires, la résistance des économies émergentes nous conduit à être positifs sur les matières premières (+2). Sauf à jouer une aggravation des fondamentaux, nous jugeons que les niveaux actuels de l'or permettent de prendre ses bénéfices. Enfin, nous décidons de devenir neutres (0) sur l'immobilier, eu égard à la bonne résistance du secteur par rapport celui des pays anglo-saxons.

En bref...

Actions

Nous réduisons notre surpondération en actions. Nous privilégions toujours les marchés émergents.

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

Taux

Nous sommes désormais neutre sur tous les titres d'Etats.

Zone euro	Etats-Unis	Japon
0	0	0

Inflation

Dans la conjoncture actuelle, le risque d'inflation paraît faible. L'achat d'obligations indexées permet de le couvrir à bon compte.

Pays Emergents d'Asie

Leur activité vigoureuse est davantage fondée sur la demande intérieure. Notre allègement ne remet pas en cause notre opinion fondamentalement positive.

Le scénario d'Allianz Global Investors France

Dans l'ensemble, nos indicateurs marquent une pause dans l'amélioration de la conjoncture :

- L'aversion au risque rejoint les niveaux atteints lors des crises économiques et boursières de 2001/03 et de 2007/08.
- La croissance de la liquidité mondiale dépasse à nouveau 15 % en rythme annuel. La forte hausse de la contribution des Etats-Unis est sans doute transitoire.
- L'indice des conditions économiques et financières se détériore légèrement avec la baisse des marchés actions :
 - Aux Etats-Unis, il reste largement positif, et compatible avec un simple ralentissement,
 - En Grande-Bretagne et en zone euro, il rejoint sa moyenne de longue

période et confirme la très faible croissance attendue d'ici à la fin de l'année.

- Il existe toujours un réel consensus pour 2010. En revanche, pour 2011, la dispersion des prévisions témoigne de la diversité des scénarios envisageables :
 - la croissance moyenne attendue aux Etats-Unis est relativement élevée (plus de 3 % en 2011), mais nettement plus faible en zone euro (1,4 %). En Grande-Bretagne et au Japon, les anticipations dépassent largement nos prévisions ;
 - l'inflation en 2011 fait l'objet de prévisions particulièrement dispersées dans les pays anglo-saxons. Le consensus est plus concentré en zone euro.

- Les indicateurs de surprise macroéconomiques se détériorent aux Etats-Unis, en zone euro, ainsi qu'en Grande-Bretagne même si la tendance y demeure haussière. Cependant, les indicateurs spécifiques au marché obligataire n'ont jamais autant divergé du comportement de ce dernier. Cela traduit la recherche des placements les plus sûrs (« *flight to quality* »). C'est particulièrement le cas en zone euro et en Grande-Bretagne.
- Néanmoins, le commerce international poursuit son redressement. Notre indicateur suggère qu'au 2nd trimestre, son rythme serait l'un des plus élevés observés depuis 20 ans.

Scénario macroéconomique AllianzGI France 2008/2009

14/05/2010	Prévisions d'AllianzGI France									Consensus	
Croissance (%)	2008	3 ^{ème} trim. 09	4 ^{ème} trim. 09	2009	1 ^{er} trim. 10	2 ^{ème} trim. 10	3 ^{ème} trim. 10	4 ^{ème} trim. 10	2010	2010	2011
Etats-Unis	0,40	2,20	5,60	-2,40	3,20	3,00	2,00	1,50	3,00	3,20	3,10
Zone Euro	0,40	1,60	0,10	-4,00	0,80	2,00	0,50	0,50	0,90	1,20	1,50
Royaume-Uni	0,50	-1,20	1,80	-4,90	0,80	1,50	1,50	1,50	0,80	1,30	2,30
Japon	-1,20	0,00	4,60	-5,10	1,50	-0,50	1,50	2,00	1,80	2,20	1,60
Inflation (%)											
Etats-Unis	3,80	-1,60	1,50	-0,30	2,40	2,10	1,40	1,10	1,80	2,10	1,90
Zone Euro	3,30	-0,40	0,40	0,30	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,20	1,40
Royaume-Uni	4,00	-1,40	0,60	-0,50	3,70	3,90	3,60	3,50	3,70	-	-
Japon	1,40	-2,20	-2,00	-1,40	-1,10	-0,60	-0,40	-0,30	-0,60	-1,10	-0,20
Inflation sous-jacente (%)											
Etats-Unis	2,30	1,50	1,70	1,70	1,30	0,90	0,70	0,40	0,80	-	-
Zone Euro	1,80	1,30	1,10	1,40	0,80	0,60	0,50	0,40	0,60	-	-
Royaume-Uni	4,30	1,30	2,80	2,00	4,50	4,40	4,10	3,90	4,20	-	-
Japon	0,00	-0,90	-1,10	-0,70	-1,20	-0,80	-0,70	-0,70	-0,90	-	-
Taux Directeurs* (%)	Déc. 08			Déc. 09					Déc. 10	Déc. 09	Déc. 10
Etats-Unis	0,50	0,25	0,25	0,25	-	-	-	-	0,25	0,61*	2,32**
Zone Euro	2,50	1,00	1,00	1,00	-	-	-	-	1,00	1,27*	1,87**
Royaume-Uni	2,00	0,50	0,50	0,50	-	-	-	-	0,50	0,91*	2,85**
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	-	-	-	-	0,10	0,10**	0,14**
Taux de change*	Déc. 08			Déc. 09					Déc. 10	Déc. 09	Déc. 10
€/ \$	1,41	1,46	1,43	1,43	-	-	-	-	1,35	1,37	1,37
£/ \$	1,44	1,60	1,61	1,61	-	-	-	-	1,50	1,58	1,61
\$/ ¥	90	90	92	92	-	-	-	-	110	97	101

* Niveau fin de période (sauf taux juillet 2010), *** indice RPI

Source : AllianzGI France

* Swap OIS ** CSFB

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

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 être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France. Document non contractuel.

www.allianzgi.fr