

Le retour du risque souverain



© photo - libre

Au-delà de la reprise de l'activité américaine et de très bons résultats trimestriels, les marchés prennent la mesure des risques souverains.

Au 1er trimestre 2010, l'économie américaine croît de 3.2 % l'an. Elle bénéficie du restockage, mais également de l'investissement des entreprises et de la consommation. Celle-ci progresse de 3.6 % grâce à la baisse des impôts et du poids du service de la dette. Mais à 3 %, le taux d'épargne ne permet pas aux ménages à la fois de se désendetter et de consommer durablement davantage.

La reprise s'accompagne d'un net recul de l'inflation sous-jacente, à 0.6 % au 1er trimestre 2010. Dans l'immobilier, les ventes de biens neufs et anciens progressent de 8.2 % et 6.8 % en mars, dopés par le crédit d'impôt aux primo accédants. Cependant la persistance de stocks élevés pèse sur les prix et sur la construction, en recul de 10.9 % le mois dernier. L'indice des indicateurs avancés augmente de 1.4 %, soit 0.3 % de plus que prévu. En avril, l'indice de

confiance des consommateurs du Conference Board se redresse de 52.3 à 57.9, malgré une légère croissance du chômage à 9.75 %.

En zone euro, la révision des chiffres de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal ramène la croissance au 4ème trimestre de 0.4 à 0 %. Divers indicateurs sont compatibles avec une accélération des échanges de 2 à 2.5 % au 1er trimestre. Cependant, la confiance des ménages, proche du point bas de l'année dernière, laisse peu d'espoir à une reprise de la consommation. D'autant que le chômage progresse à 10 % et que l'inflation à 1.5 % dépasse les attentes. En avril, les indices PMI confirment la reprise de l'activité, notamment ceux de la production industrielle allemande, au plus haut depuis 1998, et des services français. Au regard de perspectives d'activité et d'inflation inférieures à ses objectifs, la BCE ne devrait pas modifier son taux directeur avant 2011.

A la suite de la réévaluation du déficit de la Grèce à 14 % de son PIB, le FMI et la BCE

obtiennent la participation de l'Allemagne à un plan d'aide de 110 milliards d'euros. Cependant, la classification de la dette grecque en catégorie spéculative (BB+) provoque une révision en baisse de la notation des dettes portugaise et espagnole.

En Grande-Bretagne, la récession cède la place à une modeste croissance de 0.2 % au 1er trimestre 2010. L'endettement des ménages demeure très élevé. En mars, le chômage augmente légèrement, de 7.8 à 8 %. L'inflation s'établit à 3.4 %, et le prix de l'immobilier progresse de 0.7 %.

Au Japon, le chômage se stabilise à 4.9 %. Le recul du salaire nominal pèse sur la consommation. Mais l'investissement s'améliore, et l'exportation continue d'être le principal moteur de l'économie. En Chine, la croissance atteint 11.9 % au 1er trimestre, tirée principalement par la demande intérieure.

Sur les marchés financiers, le Dow Jones et le SP 500 avancent de 1.4 et 2.64 %. Mais en Europe, le SMI et le Footsie se replient de 3.73 et 2.22 %. En zone euro, le CAC recule de 3.95 %, l'Eurostoxx de 3.9 %, quand le Dax, plus résistant, ne cède que 0.29 %. En Asie, le Nikkeï s'effrite de 0.29 %, Bombay progresse de 0.85 %, et Shanghai chute de 7.69 %.

Sur les marchés obligataires, le taux à 10 ans perd 17 points de base à 3.66 % sur les « Treasuries », 13 points à 2.97 % sur le Bund et 12 points à 3.29 % sur l'OAT. Alors que l'euro recule à 1.33 \$, les cours de l'or et du pétrole montent de 5.1 % à 1169 \$ l'once et de 6.51 % à 86.3 \$ le baril.

Olivier Gasquet

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

Conjoncture

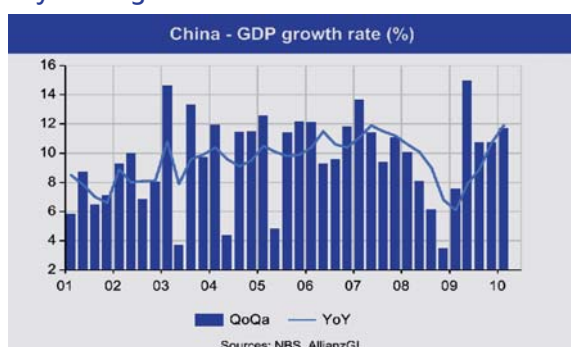
Etats-Unis



Les chiffres publiés augurent d'une croissance de la consommation de 3,5 à 4 % l'an au 1^{er} trimestre, sa tendance à long terme. Ce rythme ne paraît pas tenable, car le chômage reste élevé, les salaires ralentissent, les stimuli fiscaux disparaissent et la confiance des ménages demeure affaiblie. Le recul du taux d'épargne des ménages à 3 % « *finance* » cette évolution, alors que sa remontée est essentielle à leur désendettement.

Cependant, le maintien d'une consommation élevée au préjudice de l'épargne pourrait enclencher un cercle vertueux. C'est le scénario de la Fed, qui redresserait alors prudemment son taux directeur en fin d'année. En effet, l'assainissement de leur bilan permet désormais aux banques de répondre à un éventuel réveil de la demande de crédit.

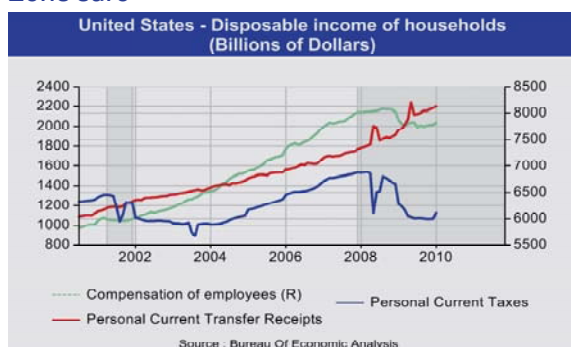
Pays émergents



La croissance des grands pays émergents est forte. En Chine, elle atteint 12 % en rythme trimestriel annualisé. Partout, l'investissement se modère au profit de la consommation, qui nourrit la hausse des importations et réduit la contribution du commerce extérieur.

Sauf en Russie où l'assouplissement monétaire consolide la sortie de récession au 4^{ème} trimestre, les banques centrales relèvent leur taux directeur ou les réserves obligatoires des banques. D'abord en Inde, afin de freiner l'ancrage d'une inflation en forte hausse. En Chine, pour maîtriser l'investissement et l'emballement du prix des actifs. Enfin au Brésil, où l'inflation dépasse le niveau défini comme acceptable. Ces politiques monétaires assainissent la croissance, sans la remettre en cause.

Zone euro



Tous les indicateurs confirment un scénario de croissance lente (+1 %). Le chômage élevé (10 %) pèse sur les salaires, la confiance des acteurs et la demande domestique. Seule l'exportation peut soutenir l'activité. De fait, l'indice allemand IFO du climat des affaires rebondit davantage qu'attendu, grâce à la reprise des marchés émergents et des Etats-Unis, et au rebond du commerce international.

Cependant, les divergences s'accroissent à l'intérieur de la zone : d'un côté l'Allemagne et la France où la désinflation se poursuit ; de l'autre, l'Irlande, l'Espagne et la Grèce dont l'assainissement financier engendre ou va engendrer la déflation.

Dans un environnement monétaire devenu complexe, la BCE maintiendra son taux directeur, et normalisera progressivement le refinancement des banques.

Japon



Au 1^{er} semestre, l'effritement des revenus salariaux et la disparition des incitations fiscales conduiraient à un recul de la consommation des ménages. Alors que les capacités de production demeurent largement excédentaires, les commandes domestiques de machines - les investissements - approchent leur point bas. L'exportation, stimulée par l'activité des pays émergents et des Etats-Unis, est donc la seule composante dynamique de l'activité.

Orienté vers les ménages, le budget de l'année soutiendra la croissance. Mais celle-ci resterait fragile, à la merci d'éventuelles difficultés de financement ou d'une chute de la demande extérieure.

La déflation persistant, la Banque Centrale devrait maintenir son taux directeur à 0,10 %, et reconduire ses mesures quantitatives.

Politique d'investissement

Sur le marché des actions, les prémices de la crise grecque nous ont conduits vers davantage de neutralité.

Le **marché américain**, soutenu par les chiffres macro économiques publiés justifie toujours notre opinion positive (+2). Après des résultats trimestriels largement supérieurs aux attentes, le rythme des bonnes surprises devrait s'atténuer. Les indicateurs attendus devraient confirmer la bonne tenue de l'activité, déjà en progression de 3,2% au 1^{er} trimestre. Le marché, proche des plus hauts de l'année, offre une valorisation raisonnable.

Nous devenons négatifs sur **la zone euro** (-2), au moins en termes relatifs. La dégradation de la note de crédit de la Grèce, suivie de celles de l'Espagne et du Portugal, soulève le problème de l'endettement public de nombreux membres de l'Union Monétaire. Il est désormais avéré que le rééquilibrage des comptes publics pèsera sur l'activité, donc sur la croissance bénéficiaire des entreprises. Aussi choisissons-nous de privilégier le Dax.

Nous restons à l'écart de **la Grande-Bretagne** (-2). La crise des pays « *périphériques* » de la zone euro rappelle la fragilité des équilibres macro économiques du pays.

Nous demeurons réservés sur **le marché japonais** (-2) au regard de ses fondamentaux macro économiques. Il s'est montré relativement résistant dans la crise récente. Sa valorisation est correcte.

Nous continuons de privilégier **les marchés émergents** (+2). Leur dynamique demeure de loin la plus forte et la plus saine. Toutefois, le resserrement monétaire à l'œuvre en Chine, en Inde et au Brésil, qui garantit la croissance davantage qu'il ne la remet en cause, pourrait nous conduire à alléger nos pondérations.

Nous réduisons l'exposition aux **matières premières**, en dépit d'une opinion toujours positive (+2). Leur cours pourrait pâtir du resserrement monétaire et de la modération de la croissance des pays émergents.

Nous sommes neutres sur **l'immobilier coté** (0). C'est en Allemagne et en France que son intérêt paraît le plus évident, au regard du niveau des taux longs. Récemment, son caractère défensif ne s'est pas vérifié.

Sur **le marché des changes**, nous jouons la stabilité du dollar. Renforcé récemment par la crise grecque, son proche avenir dépend de la crédibilité du plan de sauvetage de la Grèce, ainsi que de la capacité de la zone euro à se doter d'instances garantes de la cohérence et de la santé économiques de l'Union.

Enfin, nous restons acheteurs de **volatilité**. Malgré les récentes secousses, elle reste peu élevée sur le SP 500 et le Dax, deux indices particulièrement résistants sur lesquels nous avons choisi de la jouer.

Sur le marché des taux, nous restons neutres sur les titres d'Etat et privilégions toujours les diversifications.

Aux Etats-Unis (0), les taux se sont tendus début avril, puis repliés. Ils ne devraient pas franchir la fourchette observée ces derniers mois, dans la mesure où la Fed confirme vouloir maintenir son taux directeur durablement bas. La pente de la courbe est attrayante, et justifie des investissements ponctuels.

Nous sommes neutres également sur **la zone euro** (0). D'un côté, l'Allemagne, premier bénéficiaire de la conjoncture actuelle, offre des taux longs particulièrement bas. De l'autre, l'Espagne et le Portugal dont la dégradation de la notation gèle les transactions sur la dette, et rend critique le refinancement des prochaines échéances.

Nous restons à l'écart de **la Grande-Bretagne** (0). L'importance du déficit budgétaire, la mollesse de la reprise et la relative vigueur de l'inflation menacent la qualité de sa dette.

Nous sommes toujours acheteurs d'**obligations indexées à l'inflation** (+2). Leur prix offre une protection contre un risque que le marché minore volontiers

dans l'environnement actuel.

Il en est de même des **obligations privées** (+2), en particulier sur le segment à risque (« *high yield* ») émis en zone euro. Malgré l'effet de refuge dont elles ont bénéficié lors de la correction récente, leur différentiel de taux reste supérieur à celui observé aux Etats-Unis.

Nous demeurons intéressés par les **obligations convertibles** (+2). Leurs caractéristiques, proches des obligations privées, permettent d'amortir le risque de leur composante action.

En bref...

Actions

Nous réduisons notre surpondération en actions. Nous privilégions toujours les Etats-Unis et les marchés émergents.

Zone euro	Etats-Unis	Japon
-2	+2	0
Royaume-Uni	Marchés Emergents	
0	+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. La correction récente due aux resserrements monétaires ne remet pas en cause notre opinion positive.

Le scénario d'Allianz Global Investors France

Nos indicateurs montrent dans l'ensemble une légère amélioration de la conjoncture.

- Les conditions économiques et financières s'améliorent considérablement aux Etats-Unis où elles retrouvent le niveau de 2004. La reprise des marchés d'actions, la baisse du taux du crédit privé et le prix de l'immobilier y contribuent particulièrement. En zone euro, les conditions économiques et financières se stabilisent au niveau de leur moyenne de longue période, en Grande-Bretagne au dessus de cette moyenne.

- L'une de ses composantes laisse penser que la croissance du commerce international se stabilise à un niveau élevé au 1er trimestre. Les 3 grandes zones asiatique,

américaine et européenne sont concernées.

- L'indice d'aversion au risque continue de baisser, mais reste élevé par rapport aux observations relevées depuis 12 ans.

- Les indicateurs de surprise macro économiques sont positifs du fait de la reprise de l'activité et suggèrent une hausse des taux :

- Aux Etats-Unis, les taux longs sont orientés à la hausse et pourraient poursuivre leur progression. Ceci est en contradiction avec les indicateurs macro économiques globaux qui font état d'un ralentissement de l'inflation supérieur aux attentes.

- En zone euro, les taux longs allemands s'effritent. Cela est en contradiction avec

les indicateurs macroéconomiques globaux qui révèlent des surprises positives en matière de production et d'inflation.

- Les prévisions de croissance pour 2010 et 2011 sont plus dispersées aux Etats-Unis qu'en zone euro, même si leur moyenne est plus élevée. Dans ces deux régions, comme en Grande-Bretagne et au Japon, les écarts de prévisions pour 2010 restent importants (environ 1.5%). Les prévisions d'inflation en 2011 sont très dispersées dans les pays anglo-saxons (environ 3.5%).

- Les risques déflationnistes continuent de se réduire dans les pays anglo-saxons, mais se raffermissent légèrement en zone euro.

Scénario macroéconomique AllianzGI France 2008/2009

04/05/2010	Prévisions d'AllianzGI France											Consensus	
Croissance (%)	2008	1 ^{er} trim. 09	2 ^{ème} trim. 09	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	-6,40	-0,70	2,20	5,60	-2,40	3,20	1,00	2,00	2,00	2,60	3,20	3,10
Zone Euro	0,40	-9,30	-0,60	1,60	0,10	-4,00	0,90	1,00	1,00	1,00	0,80	1,20	1,50
Royaume-Uni	0,50	-10,20	-2,50	-1,20	1,80	-4,90	0,80	1,50	1,50	1,50	0,80	1,30	2,30
Japon	-1,20	-12,30	5,20	0,00	4,60	-5,10	0,00	-0,50	1,50	2,00	1,40	2,20	1,60
Inflation (%)													
Etats-Unis	3,80	-0,20	-1,00	-1,60	1,50	-0,30	2,40	2,10	1,40	1,10	1,80	2,10	1,90
Zone Euro	3,30	0,90	0,20	-0,40	0,40	0,30	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,20	1,40
Royaume-Uni	4,00	-0,10	-1,30	-1,40	0,60	-0,50	3,70	3,90	3,60	3,50	3,70	-	-
Japon	1,40	-0,10	-1,00	-2,20	-2,00	-1,40	-1,20	-0,60	-0,40	-0,30	-0,60	-1,10	-0,20
Inflation sous-jacente (%)													
Etats-Unis	2,30	1,70	1,80	1,50	1,70	1,70	1,30	0,90	0,70	0,40	0,80	-	-
Zone Euro	1,80	1,60	1,60	1,30	1,10	1,40	0,80	0,60	0,50	0,40	0,60	-	-
Royaume-Uni	4,30	2,40	1,40	1,30	2,80	2,00	4,50	4,40	4,10	3,90	4,20	3,70	2,40
Japon	0,00	-0,20	-0,50	-0,90	-1,10	-0,70	-1,10	-0,80	-0,70	-0,70	-0,80	-	-
Taux Directeurs* (%)	Déc. 08					Déc. 09					Déc. 10	Déc. 09	Déc. 10
Etats-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	-	-	-	0,75	0,61*	2,32**
Zone Euro	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	-	1,00	1,27*	1,87**
Royaume-Uni	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	-	-	-	0,50	0,91*	2,85**
Japon	0,10	0,10	0,10	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	1,32	1,40	1,46	1,43	1,43	1,34	-	-	-	1,35	1,37	1,37
£/\$	1,44	1,43	1,65	1,60	1,61	1,61	1,51	-	-	-	1,50	1,58	1,61
\$/¥	90	97	96	90	92	92	93	-	-	-	110	97	101

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

* Swap OIS ** CSFB

Source : AllianzGI France

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