

Allocation tactique

Lettre mensuelle



L'activité reste ferme aux Etats-Unis, mais le recul se poursuit ailleurs

Aux Etats-Unis, les derniers chiffres publiés s'améliorent nettement. En octobre, les ventes de logements neufs ralentissent à +1,3 %, mais les transactions en cours se redressent de -4,6 à +10,4 %. Les commandes industrielles reculent de 0,4 % et les stocks de gros augmentent de 1,6 %. En novembre, la production industrielle se contracte de +0,7 à -0,2 %, l'utilisation des capacités de production s'effrite à 77,8 % et les ventes au détail ralentissent à +0,2 %. Les intentions des directeurs d'achat se replient à 52 dans les services, mais se raffermissent à 52,7 dans l'industrie. Le chômage baisse de 9 à 8,6 % et l'inflation

se détend de 3,5 à 3,4 %. En décembre, la confiance du consommateur (Université du Michigan) s'améliore à 67,7 (+3,6) et l'indice manufacturier de la Réserve Fédérale de Philadelphie à 10,3 (+6,7). Les inscriptions hebdomadaires au chômage reculent de 404 000 à 366 000.

La zone euro est sans doute déjà entrée en récession. En octobre, la production industrielle modère son recul de -2 à -0,1 % sur le mois, et les ventes au détail se reprennent de -0,6 à +0,4 %. Le chômage augmente à 10,3 %. En novembre, l'inflation se maintient à 3 %. La confiance dans l'industrie se dégrade à 7,3, le climat des affaires à -0,4 et le sentiment écono-

mique à 93,7. En décembre, la confiance des investisseurs (institut Sentix) se détériore à -24, mais celle des économistes (indice ZEW) se redresse à -54,1. L'indice composite des intentions des directeurs des achats (PMI) remonte légèrement à 47,9. La Banque Centrale Européenne (BCE) réduit son taux directeur de 1,25 à 1 % et assouplit les modalités du refinancement des banques.

En Allemagne, en octobre, les commandes à l'industrie se redressent de -4,6 à +5,2 %, la production de -2,8 à +0,8 % et les ventes au détail de +0,3 à +0,7 %. En novembre, le chômage diminue à 6,9 % et l'inflation à 2,4 %. En décembre, la confiance des consommateurs et celle des économistes se redressent, mais restent faibles. La croissance prévue en 2012 est ramenée à 0,4 %.

En France, au 3^{ème} trimestre, le chômage atteint 9,7 %. Après -2 % en septembre, la production industrielle se stabilise en octobre. En décembre, le PMI se redresse à 48,7 dans l'industrie et à 50,2 dans les services. La stagnation du Produit Intérieur Brut (PIB) attendue début 2012 invalide la prévision de croissance de 1 % ainsi que l'objectif de déficit budgétaire qu'elle soutient.

Les agences de notation jugent l'accord européen du 9 décembre insuffisant, et son application incertaine. Moody's abaisse la note de la Belgique à Aa3 et Fitch place sous surveillance négative 7 pays de la zone euro dont la France,

l'Espagne et l'Italie. Les grandes banques centrales s'accordent des lignes de swap afin d'approvisionner le système financier mondial en devises, en particulier en dollars.

Au Japon, en octobre, la production industrielle se reprend de -3,2 à +2,4% et l'indicateur avancé se maintient à 91,5. En novembre, la confiance des consommateurs s'effrite à 38,1.

En Chine, en novembre, la production industrielle croît de 0,9%, mais les ventes au détail chutent de +4,3 à -2,5% et

l'inflation freine de 5,5 à 4,2%. Le PMI recule à 49 dans l'industrie et à 52,5 dans les services.

En Inde, la croissance ralentit de 7,7 à 6,9% l'an au 3^{ème} trimestre. En octobre, la production industrielle chute de +2 à -5,1% l'an. Alors que l'inflation reste proche de 10%, la roupie tombe à son plus bas niveau historique.

Au Brésil, la croissance recule de 3,2 à 2,2% l'an au 3^{ème} trimestre. En octobre, les ventes au détail ralentissent de +0,5 à 0%.

L'Organisation pour la Coopération et le Développement Economiques (OCDE) ramène sa prévision de croissance mondiale à 3,8% en 2011 et 3,4% en 2012.

Les marchés restent inquiets. En effet, tous les grands indices reculent, sauf la Suisse et Hong Kong. Le taux à 10 ans des obligations d'Etat se replie à nouveau. Et l'euro poursuit son recul contre le dollar.

Olivier Gasquet

Achévé de rédiger le 20/12/2011

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, Reuters, AGEFI. Sauf indication contraire, elles se rapportent au mois de novembre 2011.

Nous maintenons une allocation neutre (Décisions du 19/12/2011)

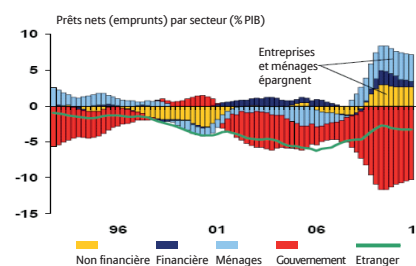
■ Ce comité d'investissement confirme les deux précédents. Nous constatons toujours les signes d'un ralentissement général, plus prononcé que ne le prévoit le consensus, tant dans les pays développés que dans les pays émergents.

Aux Etats-Unis, l'activité est révisée en baisse de +2,5 à +2% l'an au 3^{ème} trimestre. Les conjoncturistes anticipent une accélération progressive à un rythme proche du

potentiel en 2012. Cependant, l'affaiblissement de la dynamique dans le reste du monde, le non renouvellement probable des exemptions fiscales en 2012 et les coupes budgétaires automatiques en 2013 nous inclinent à quelque scepticisme.

Certes, les nouvelles commandes s'améliorent encore, et les intentions des directeurs d'achat dépassent les attentes, mais à partir d'un niveau bas. L'emploi se

Etats-Unis : le désendettement - Une tendance de long terme.



Sous-pondération			Sur-pondération		
-4	-2	0	+2	+4	
Taux					
État 10 ans Etats-Unis	↔ -2	High Yield Euro	↔ 0	Convertibles	↔ +2
État 10 ans Zone euro	↔ -2	Investment Grade Euro	↔ 0		
		État 10 ans Royaume-Uni	↔ 0		
		État 10 ans Japon	↔ 0		
		Indexées inflation €	↔ 0		
		Dettes Emergentes	↔ 0		
Actions					
Royaume-Uni	↓ -2	Zone euro	↑ 0	Immobilier coté	↔ +2
Japon	↔ -2	Etats-Unis	↔ 0	Volatilité	↔ +2
		Pays émergents	↔ 0		
		Matières Premières	↔ 0		
Euro/Dollar			0		

Source : AllianzGI France - Décembre 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).

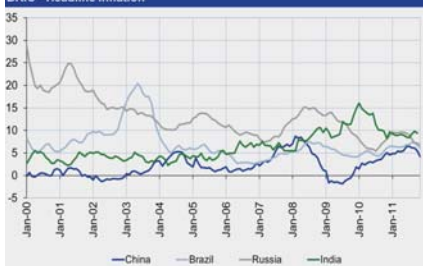
Les notations expriment : -4 : sous-exposition forte, -2 : sous-exposition moyenne, 0 : neutre, +2 : sur-exposition moyenne, +4 : sur-exposition forte.

redresse, mais en partie grâce à la baisse de la population active. Toutefois, la stagnation du revenu des ménages ne permet pas à la consommation de progresser sans peser davantage sur le taux d'épargne. Et la moindre maîtrise de leurs prix ne peut qu'inciter les entreprises à freiner leurs investissements. C'est pourquoi, bien que l'inflation sous-jacente se raffermisse toujours, la Fed s'inquiète d'abord de la pérennité de la croissance. Elle surveille également avec attention le risque systémique, alors que le crédit continue de se contracter, et que les besoins des banques européennes en dollars rejoignent leur niveau de la crise de Lehman.

En zone euro, M. Draghi évoque le risque d'une récession « modérée ». Nous pensons qu'elle sera plus sévère. Les intentions des directeurs d'achat (PMI) baissent plus rapidement qu'aux Etats-Unis, et la distribution de crédit se contracte nettement. L'inflation, malgré le ralentissement de l'activité, devrait rester stable à 3%, soutenue par la fermeté du cours du pétrole, le recul de l'euro et la hausse de la TVA dans différents pays. En mordant sur le pouvoir d'achat des agents économiques, elle serait un frein à l'activité.

Brésil, Russie, Inde, et Chine : un ralentissement de l'inflation globale sauf en Inde.

BRIC - Headline inflation



Source : Datastream - Décembre 2011

Dans les pays émergents, l'activité continue de se dégrader. La production industrielle ralentit en Chine et se contracte en Inde, au Brésil et en Russie. En Chine, le PMI manufacturier recule à 48, et l'indice composite chute en dessous de 50 ; au Brésil et en Russie, il se redresse grâce à la bonne tenue des matières premières. L'inflation recule partout, rapidement en Chine, encore modérément en Inde. Dans ces quatre pays, les banques centrales assouplissent donc leur politique monétaire, ou s'apprentent à le faire.

■ **Nous restons en retrait du marché obligataire.** Aux Etats-Unis (-2), la croissance pourrait avoisiner 2,50% au 4^{ème} trimestre et atteindre son point le plus élevé. La disparition des suites négatives de Fukushima ne suffit pas à compenser le ralentissement des pays émergents, et les effets de la crise financière en Europe. L'activité devrait donc ralentir au cours des prochains trimestres. Le non renouvellement éventuel des remises fiscales en 2012 et les coupes budgétaires de 2013 accréditent cette perspective. Aussi la Fed pourrait-elle envisager de nouvelles mesures quantitatives dès la fin du mois prochain, qui pousseraient les taux longs à la hausse. En attendant, les obligations à long terme (« treasuries ») profitent des craintes qu'engendre la crise de la zone euro et leurs taux reculent. Nous restons sous-exposés.

En zone euro (-2), les indicateurs se dégradent dans les pays du noyau dur de la zone, et l'activité se contracte en ce 4^{ème} trimestre. La BCE devrait donc baisser son taux directeur en deçà de 1% début 2012. Le « spreads » (différentiels) de taux à 10 ans avec l'Allemagne des pays membres de l'Union continuent de s'élargir, alors que le taux du Bund reste proche de son point bas. En effet, la BCE refuse toujours de soutenir le marché de la dette des pays les moins solvables, même si elle y contribue indirectement en refinançant sur des durées plus longues que jamais le bilan des banques. Nous demeurons globalement sous-exposés, avec une position neutre sur l'Espagne, l'Italie et la France. En Grèce, la situation économique et financière ne montre aucun signe d'amélioration.

■ **Nous restons neutres sur le marché des actions.** Les valorisations sont faibles partout dans le monde, quels que soient les indicateurs retenus. Cela est particulièrement vrai en zone euro. Mais depuis plus d'un an, il apparaît que ce n'est plus un argument d'achat. Eu égard à la nature politique de la crise, au caractère imprévisible des décisions susceptibles d'être encore prises, comme de l'accueil qu'elles peuvent recevoir, nous décidons de réduire notre risque de performance et de maintenir une position neutre.

Aux Etats-Unis (0), au 3^{ème} trimestre, la progression des bénéfices des sociétés non

financières atteint 15%, le niveau le plus élevé depuis 5 ans, difficile à extrapoler. Même à 10%, les prévisions de croissance en 2012 paraissent difficilement tenables, tant sur la base de l'activité anticipée que de la marge nette, déjà à son plus haut historique. Si la consommation a soutenu l'activité, la baisse du taux d'épargne et la dégradation de l'environnement international devraient la freiner en début d'année prochaine. Le cours du pétrole, relativement tendu et vulnérable aux tensions politiques, est un aléa d'importance. Une amélioration plus sensible du marché du travail, et donc du potentiel de croissance, nous paraît seule à même de conjurer notre prudence. Nous maintenons la neutralité.

Zone euro : une profonde dégradation du sentiment économique, sauf en Allemagne.



Source : CE-Natixis - Décembre 2011

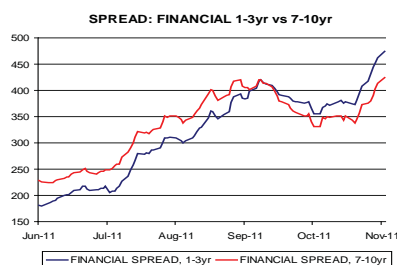
En zone euro (0), le risque est celui d'une aggravation de la récession. En effet, les mesures politiques décidées le 9 décembre, comme toutes celles prises lors des précédents sommets et conseils ECOFIN, déçoivent les investisseurs qui attendent un renforcement de l'intégration fiscale et budgétaire. Plus grave, la hausse des taux longs dans de nombreux pays, la crise du système bancaire et le gel du marché monétaire peuvent enclencher un « credit crunch » (paralysie du crédit). Les indices PMI (Purchasing Managers Index) se stabilisent en deçà de 50, en zone de récession. Il n'est qu'en Allemagne où le sentiment économique reste positif. Les valorisations boursières intègrent un recul modéré de l'activité, mais nous redoutons qu'il ne soit plus ample. Aussi recommandons-nous l'achat en baisse et la revente sur tout rebond.

Au Japon (-2), l'activité n'a pas encore retrouvé son niveau du début d'année. La crise financière européenne et la montée du yen à son cours le plus haut contre dol-

lar sont les préoccupations majeures des investisseurs. Néanmoins, de nombreuses entreprises de qualité s'adaptent avec succès grâce à leur solidité financière. Aussi les prévisions de croissance bénéficiaire en 2012 (+11 %) comptent-elles parmi les plus élevées des pays développés. Malgré une prime de risque exceptionnelle (9,6 %), nous préférons la zone euro et les marchés émergents.

■ **Sur le crédit privé (« corporate »), nous sommes neutres.** Le secteur bancaire joue un rôle central dans la crise actuelle. Malgré la contraction des bilans et de l'offre de prêts, l'importance des remboursements entre 2012 et 2014 et le peu d'appétit des investisseurs pour le risque bancaire, contribuent à expliquer la hausse de leurs « spreads », plus élevée encore à court terme qu'à long terme. Aussi les banques devraient-elles émettre davantage d'émissions adossées à des actifs bancaires (« covered bonds »). Le lancement par la BCE d'une opération de refinancement à 3 ans (LTRO) survient opportunément.

Différentiel de taux d'emprunt des sociétés financières (1 - 3 ans et 7 - 10 ans)



Source : Merrill Lynch - Novembre 2011

Sur le segment à moindre risque (« investment grade »), nous restons neutres (0). Les entreprises confirment les résultats anticipés au 3^{ème} trimestre, et leur bonne santé financière. Cependant, la crise financière restreint fortement leur accès aux banques, soucieuses de réduire leurs engagements, ainsi qu'aux investisseurs, réticents à prendre un risque de crédit susceptible d'être pollué par celui de l'Etat dont elles relèvent. Sur le marché secondaire, l'assèchement des transactions maintient les « spreads » (différentiels de taux par rapport aux obligations d'Etat) à des niveaux très élevés (314 points de base), qui surévaluent le risque de défaut. Sur le segment à risque élevé (« high yield ») (0), plus risqué, le ralentissement

économique a un net impact. Les résultats publiés des entreprises sont bons, même s'ils pourraient désormais se détériorer. Leurs finances demeurent saines, justifiant la modestie du taux de défaut anticipé (3,7% en zone euro). A 971 points de base, le « spread » de taux, toujours exceptionnellement élevé, offre une opportunité d'investissement sauf aggravation marquée de la crise financière. Là encore cependant, la liquidité et l'appétence des investisseurs font défaut.

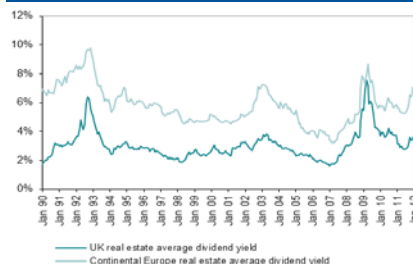
Nous restons favorables aux obligations convertibles (+2), fondamentalement sous-évaluées après la récente baisse des actions et du crédit. Nous les préférons aux premières, eu égard au « cousin » offert par leur composante obligataire. Nous recommandons également les prêts bancaires « senior » (à remboursement prioritaire) (+). La rémunération de 718 points de base au-dessus du Libor est élevée au regard de l'indexation à l'évolution des taux, du faible risque de défaut anticipé (0,2%), et du droit de recours privilégié aux actifs collatéraux. Malgré l'intérêt des investisseurs, l'offre nette de papier est faible.

■ **Nous sommes toujours neutres sur les pays émergents.** C'est d'abord le cas sur le marché obligataire (0). Le ralentissement de l'activité et de l'inflation permet aux banques centrales d'assouplir leur politique monétaire. Nous privilégions plus particulièrement les émissions asiatiques et latino-américaines. Les titres publics émis dans des devises solides se montrent moins volatile et donc plus attrayants.

Nous sommes également neutres sur les actions (0). La crise financière et boursière en zone euro et l'évidence du ralentissement en cours incitent les investisseurs des pays développés à rapatrier leurs avoirs. De fait, les marchés continuent de

se replier. Une récession comparable aux précédentes justifierait une baisse supplémentaire du marché.

Immobilier coté en Europe Continentale et au Royaume-Uni. Taux de rendement offert par le dividende.



Source : Exane - Décembre 2011

■ **Parmi les thématiques.** Nous privilégions toujours l'immobilier coté. En dépit de la qualité de ses fondamentaux, il continue de souffrir. Son rendement atteint 7%. 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 ; les mines d'or, toujours faiblement valorisées au regard des prix du métal et de ses fondamentaux ; les infrastructures et la communication digitale, dont le potentiel est certain à terme ; enfin, l'agriculture et la forêt.

Nous sommes toujours neutres sur l'énergie dont le marché, malgré le ralentissement, reste tendu ; sur les génériques, sauf dans les pays émergents et au Japon ; également sur la biotechnologie, affectée par la pression sur les prix et la détérioration des taux de prises en charge.

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	30/11/2011	19/12/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	2,07	1,81
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	3,37	3,10
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	2,28	1,89
		31/12/2010	30/06/2011	30/11/2011	19/12/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,35	1,30

Source : Datastream - Décembre 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Indices actions au 19/12/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 30/11/2011 Performance depuis le 19/12/2011 (%)	
CAC 40	-21,83	CAC 40	-5,72
DAX 30	-17,98	DAX 30	-6,87
Eurostoxx	-21,12	Eurostoxx	-5,47
FTSE 100	-9,07	FTSE 100	-2,55
SMI	-10,38	SMI	2,05
Nasdaq	-4,89	Nasdaq	-3,71
Standard & Poors 500	-4,16	Standard & Poors 500	-3,34
Dow Jones	1,63	Dow Jones	-2,32
Nikkeï	-18,90	Nikkeï	-1,64
Brésil	-20,21	Brésil	-2,77
Russie	-22,60	Russie	-11,08
Inde	-25,69	Inde	-4,78
Hong Kong	-21,55	Hong Kong	0,45

Source : Datastream - Décembre 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
Russie	22,54	128,62	-72,41	19,18	70,75
Inde	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 - Décembre 2010

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, HSBC, Reuters, Bloomberg, MSCI, RBS, Merrill Lynch, Exane, Réserve Fédérale, Allianz Global Investors, AllianzGI France.

Pour consulter l'ensemble de nos publications, cliquez sur le lien de notre site.

<http://www.allianzgi.fr/presse/nos-publications/>

Responsable de la rédaction :

Olivier Gasquet

Document non contractuel.

Réalisation : Service Communication AllianzGI France

www.allianzgi.fr

© 2011 Allianz Global Investors

All rights reserved

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.