



## Les marchés cèdent encore devant les incertitudes

**Le ralentissement de l'activité mondiale, le resserrement des politiques monétaires et l'inquiétude sur la dette d'Etats membres de la zone euro marquent l'environnement. Les investisseurs privilégient toujours les actifs les moins risqués.**

**Aux Etats-Unis, la plupart des indicateurs annoncent une modération du rythme de croissance.**

Au 1<sup>er</sup> trimestre, la croissance révisée est réduite à 1,8 % ; la productivité non agricole s'améliore d'environ 2 %. Les bénéfices de l'ensemble des entrepri-

ses, attendus en hausse, diminuent de 0,9 % du fait des pressions sur les marges.

En avril, le recul des permis de construire, des mises en chantier, des ventes et des promesses de ventes de logements déçoivent. Il en est de même du repli des commandes de biens durables, des chiffres de l'emploi et des indicateurs avancés ; et en mai, de la chute des indices relatifs à l'activité manufacturière. Cependant, l'indice ISM (Institut for Supply Management) des directeurs d'achat rebondit plus que prévu de 52,8 à 54,6 points.

Alors que l'inflation atteint 3,2 % l'an en avril, la Fed (Federal Reserve) semble avoir choisi de relever son taux directeur avant de commencer à vendre les obligations du Trésor en portefeuille.

**En zone euro, la crise des pays périphériques amplifie l'inquiétude née du ralentissement.**

En avril, le chômage demeure stable à 9,9 % pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif. Selon l'institut Markit, la croissance de l'activité industrielle se modère : les ventes sont inférieures aux prévisions, les stocks augmentent pour la première fois depuis 3 ans et les commandes ralentissent. Après l'approbation du plan d'aide au Portugal (78 milliards d'euros), malgré la dégradation de la dette de la Grèce en catégorie « *spéculative* », la mise sous surveillance négative de celle de l'Italie et la prise de conscience en Espagne du coût social et politique des plans d'austérité, en dépit d'un léger tassement de l'inflation en mai à 2,7 %, la BCE (Banque Centrale Européenne) se déclare prête à relever son taux directeur.

En Allemagne, la croissance s'établit à 1,5 % au 1<sup>er</sup> trimestre. En mai, l'indice IFO du climat des affaires, stable à 114 points, confirme un bon niveau d'activité mais annonce un prochain ralentissement. De fait, le sentiment des

investisseurs ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) baisse de 7,6 à 3,1 points, et le moral des ménages calculé par l'institut GfK recule pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif. Le chômage diminue à 7 %, son niveau le plus bas depuis 1989.

La France montre un profil similaire, avec le recul du climat des affaires et de l'activité manufacturière. La consommation baisse fortement en avril ; mais l'emploi s'améliore pour le 4<sup>ème</sup> mois consécutif à 9,2 % et le moral des ménages se raffermi. A l'inverse du reste de la zone euro, l'indice des

directeurs d'achat dans les services reste proche d'un niveau record.

**Dans le reste du monde, l'activité ralentit également.**

Au Japon, le PIB (produit intérieur brut) recule à nouveau au 1<sup>er</sup> trimestre (-0,9%). Si les exportations baissent de 5,5 % en avril, l'activité manufacturière reprend 1 % après sa chute de 15,5 % en mars. Comme les autres agences, Moody's envisage d'en abaisser la notation.

Alors que l'activité ralentit, la banque de Chine relève le taux de réserves

obligatoires afin de réduire l'inflation. En Inde, la banque centrale s'apprête à remonter encore son taux directeur.

**Les investisseurs continuent à diminuer leurs risques.**

Dans les pays développés, les taux longs baissent et les indices actions reculent. Et le dollar poursuit la correction contre euro entamée voici un mois.

En revanche les marchés actions des pays émergents se raffermissent.

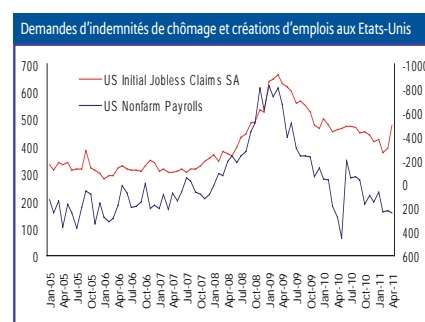
Olivier Gasquet  
Achevé de rédiger le 07/06/2011

# Nous maintenons notre risque global (Décisions du 05/06/2011)

**En effet, les banques centrales resserrent leurs politiques monétaires alors que l'inflation a déjà atteint son point haut et que l'activité mondiale s'infléchit. Nous allégeons notre position en actions sur le Japon au profit des pays émergents.**

■ Nous restons en retrait sur les obligations d'Etat. Aux Etats-Unis (-2), alors que l'écart entre les nouvelles commandes et les

stocks a fortement diminué en avril, l'ISM manufacturier et l'optimisme des petites et moyennes entreprises faiblissent en mai à partir de niveaux élevés. En attendant les statistiques à venir, notamment celles relatives à l'emploi, nous maintenons nos prévisions sur la croissance de l'activité américaine. Nous ne remettons donc pas en cause notre conviction de croissance des taux longs à moyen terme. En effet, la défense de sa crédibilité face à la fermeté de l'inflation devrait inciter la Fed



Source : Datastream - Mai 2011

à resserrer quelque peu sa politique monétaire. Par ailleurs, après Standard & Poor's, Moody's place la dette publi-

<b>Sous-pondération</b>			<b>Sur-pondération</b>		
-4	-2	0	+2	+4	
Taux					
État 10 ans US	↔	-2	État 10 ans Japon	↔	0
État 10 ans Zone euro	↔	-2	État 10 ans UK	↔	0
			Indexées inflation €	↔	0
			Investment Grade Euro	↔	0
			Dette Emergente	↔	+2
			Convertibles	↔	+2
			High Yield Euro	↔	+2
Actions					
Japon	↓	-2	Zone euro	↔	0
			UK	↔	0
			Matières Premières	↔	0
			Pays émergents	↑	+2
			Immobilier coté	↔	+2
			Volatilité	↔	+2
			USA	↔	+2
Euro/Dollar			0		

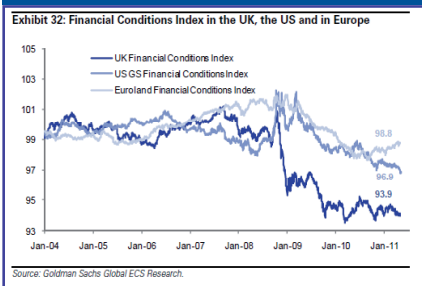
Source : AllianzGI France - Mai 2011

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.

que sous surveillance négative. Si la correction baissière se poursuit, la volatilité demeure très basse. Nous continuons donc d'être vendeurs de titres à 10 ans jusqu'au tour de 3 %, et à jouer l'élargissement de l'écart de taux entre les obligations allemandes et américaines.

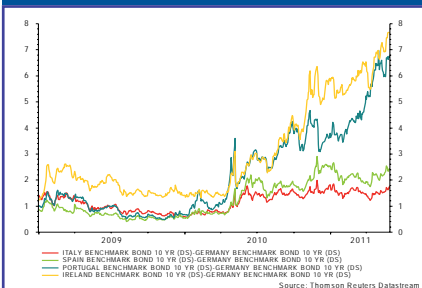
Indice comparé des conditions monétaires au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en zone euro



Source : Goldman Sachs - Avril 2011

En zone euro (-2), l'indice Markit des directeurs d'achat reste relativement ferme. Même en léger repli, l'inflation justifie une nouvelle hausse du taux directeur cet été, afin de le rapprocher de 2 % d'ici à la fin de l'année. L'intensification récente de la crise financière en Grèce et au Portugal, et son impact sur l'Italie et l'Espagne, accentuent encore l'écart de taux entre les divers pays membres de l'Union. Nous nous tenons donc à l'écart de tous les pays périphériques, et restons vendeurs sur le Bund jusqu'à 3 % ; nous continuons à jouer le resserrement de la courbe sur le segment de 2 à 10 ans.

Différentiel de taux à 10 ans de l'Italie, de l'Espagne, du Portugal et de l'Irlande par rapport à l'Allemagne



Source : Datastream - Mai 2011

Au Royaume-Uni (0), décevante au 1<sup>er</sup> trimestre (+0,5 %), la croissance pour 2011 et 2012 est révisée en baisse. L'inflation, soutenue par le renchérissement des importations et la hausse de la TVA, devrait atteindre 5 % en cours d'année et rester élevée au cours des

prochains semestres. Aussi les taux longs anticipés par le marché semblent-ils trop bas. En dépit de ses divisions actuelles, le conseil de la banque d'Angleterre devrait procéder à un premier relèvement de son taux directeur cette année.

Au Japon (0), les fondamentaux macroéconomiques justifient le très bas niveau des taux. Leur corrélation avec ceux des Etats-Unis et les capitaux nécessaires à la reconstruction laissent entrevoir leur redressement à terme.

■ Sur les actions, nous maintenons notre choix en faveur des Etats-Unis.

Aux Etats-Unis (+2), la modération de la croissance se confirme. Après d'excellents résultats au 1<sup>er</sup> trimestre, les prévisions pour le reste de l'année ont été récemment revues en baisse de 1,5 %. Cependant, les indices se montrent résistants, toujours proches de leurs points hauts alors que le RSI se replie. Malgré une évaluation toujours modérée, leur progression est handicapée par la crise persistante de l'euro, l'instabilité politique arabe et le ralentissement perceptible dans les pays émergents. Ces risques expliquent le redressement des défensives aux dépens des cycliques.

En zone euro (0), le profil des résultats est identique à celui des Etats-Unis. La progression des prix, élevée au regard de celle des salaires, pèse sur la consommation et donc sur les prévisions de croissance d'ici à la fin de l'année. De fait, les indicateurs avancés déçoivent, et diffèrent d'un à deux mois la prochaine hausse du taux directeur de la BCE. Le marché reste peu cher, mais risqué au regard d'un léger repli de l'indicateur de surprises macroéconomiques, et surtout de la crise de solvabilité de plusieurs membres de l'Union. On observe que les indices se rapprochent de leurs lignes de soutien à long terme, sans que la volatilité s'éloigne sensiblement de ses points bas.

Au Royaume-Uni (0) la fragilité et la modestie de la croissance affaiblissent le pouvoir politique. Cependant, l'im-

portance des valeurs énergétiques et minières internationales dans l'indice nourrit une croissance des bénéfices supérieure à 20 % en 2011 et à 15 % en 2012. Aussi, le marché est-il l'un des moins chers des pays développés. Les conditions monétaires, très accommodantes, contribuent à l'inflation, mais leur très probable resserrement nous dissuade d'investir.

Au Japon (-2), alors que l'emploi et la production manufacturée déçoivent, les agences de notation placent la dette du pays sous perspective négative. Si le marché est l'un des moins chers qui soit, et si les chances d'un redressement de l'activité semblent prendre corps, la difficulté à saisir les retombées des catastrophes naturelles et de la crise nucléaire nous incite à réduire à nouveau nos positions.

■ Parmi les émissions obligataires privées, nous sommes toujours favorables (+2) au segment « *high yield* », aux convertibles et aux obligations bancaires senior.

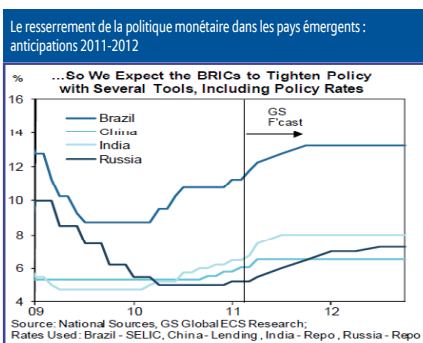
Nous demeurons neutres (0) sur le segment « *investment grade* », le mieux noté. Les résultats trimestriels mettent en évidence la qualité de l'exploitation et la solidité du bilan des émetteurs. Parvenus au terme de leur désendettement, ils reprennent leurs investissements et le versement de dividendes. Mais ils s'apprentent à émettre à nouveau sur le marché alors que la politique monétaire commence à se durcir. En dépit de leurs rémunérations, nous restons à l'écart des financières, fragilisées par la détention d'actifs émis par les pays périphériques et la publication prochaine des « *stress tests* ».

Nous sommes toujours favorables au segment « *high yield* » (+2), le plus risqué. Les rémunérations se sont encore accrues lors du regain récent d'inquiétudes sur les pays périphériques. Elles sont particulièrement attrayantes au regard des efforts de désendettement des émetteurs et de l'effritement du taux de défaut. Les flux sont acheteurs. Nous sommes toujours positifs sur les « *senior loans* » bancaires (+2). Leur

rendement élevé présente l'avantage d'être indexé à une référence variable. Les comptes d'exploitation s'améliorent et le risque de défaut diminue, alors que le nantissement d'actif sécurise le capital.

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

■ Nous redevenons positifs sur les actions des marchés émergents.

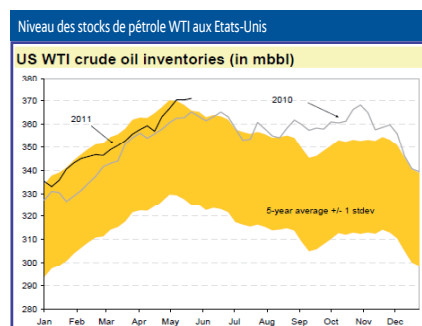


Nous demeurons acheteurs (+2) du marché obligataire. En effet, les tensions inflationnistes, nourries par les matières premières, semblent devoir être maîtrisées par les mesures de resserrement monétaire et par la réévaluation des devises. Nous privilégions les émetteurs souverains, qui offrent des rémunérations supérieures pour une meilleure qualité de risque. Les flux sont nettement acheteurs.

Nous revenons à l'achat sur les actions (+2). Certes, les politiques monétaires se resserrent, l'activité ralentit en Chine et dans les autres pays majeurs, et le cours des matières premières se replie. Les flux sont légèrement vendeurs. Cependant, le récartement des rythmes de croissance entre pays émergents et développés devrait éveiller à nouveau l'intérêt des investisseurs, alors que l'indice MSCI EM s'approche de son support à long terme.

■ L'immobilier, les énergies alternatives, les infrastructures et l'agriculture composent toujours notre sélection d'investissements thématiques.

L'immobilier coté présente l'avantage d'un rendement élevé (environ 5 % l'an), susceptible d'être protégé durablement par la fermeté de la demande, la réévaluation des loyers et la résistance du capital à l'inflation. Dans le domaine des énergies alternatives, la récente décision de l'Allemagne de sortir du nucléaire d'ici à 2022 renforce notre opinion favorable. En ce qui concerne les infrastructures, la croissance des pays émergents et l'urbanisation rapide qu'elle entraîne soutiennent la demande. Il en est de même de l'agriculture, marquée par la contraction de sa part de la population active, la réduction des surfaces de terres arables et l'évolution de la demande vers un régime plus carné. C'est encore le cas des productions forestières, sollicitées par le bâtiment, le mobilier et le papier. Or, à l'exception du premier, tous ces thèmes déçoivent en Bourse depuis le début de l'année.



Nous sommes réservés sur les génériques dont le potentiel de performance n'est plus aussi marqué que l'année dernière, sur les biotechnologies dont les produits mis sur le marché sont rares, sur les métaux de base vulnérables au ralentissement de l'activité des pays émergents et à la remontée des taux d'intérêt, enfin sur les mines d'or et l'eau. Dans l'énergie, les cours nous paraissent trop élevés au regard des stocks disponibles et de l'infléchissement en cours de l'activité mondiale.

Indices actions au 06/06/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 06/06/2011 Performance depuis le 19/05/2011 (%)	
CAC 40	1,54	CAC 40	-4,08
DAX 30	2,46	DAX 30	-3,72
Eurostoxx	-0,98	Eurostoxx	-4,33
FTSE 100	-0,62	FTSE 100	-1,56
SMI	-1,03	SMI	-2,87
Nasdaq	1,87	Nasdaq	-4,28
S & Poors 500	2,27	S & Poors 500	-4,27
Dow Jones	4,43	Dow Jones	-4,09
Brésil	-9,00	Brésil	1,12
Russie	5,39	Russie	0,35
Inde	-9,54	Inde	1,99
Hong Kong	-0,37	Hong Kong	-0,92

Source : Datastream - Juin 2010

Taux (%)		31/12/2010	31/03/2011	19/05/2011	06/06/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,45	3,17	3,00
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,71	3,51	3,36
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,35	3,08	3,02
		31/12/2010	31/03/2011	19/05/2011	06/06/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,41	1,43	1,45

Source : Datastream - Juin 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 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.

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.