

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Les raisons de s'inquiéter se confirment

Aux Etats-Unis, ce sont les chiffres de l'emploi qui déçoivent.

En mai, le revenu des ménages augmente de 0,2 %, mais leurs dépenses reculent de 0,1 %. Le taux d'épargne progresse de 4,9 à 5 %. L'inflation sous-jacente, augmente de 0,3 % et atteint 1,5 % l'an. Après un recul de 2,7 % en avril, les commandes de biens durables augmentent de 1,9 %, plus que prévu. En juin, l'indice des directeurs d'achats s'améliore à 55,3 dans le secteur manufacturier, mais s'effrite légèrement à 53,3 dans celui des services. Alors que les chiffres de l'emploi déçoivent et que le chômage remonte à 9,2 %, niveau le plus élevé depuis 6 mois, le moral du consom-

mateur, mesuré par l'Université du Michigan, se détériore.

La zone euro à nouveau secouée par la crise financière des pays périphériques.

En mai, les prix à la production reculent de 0,2 %, mais progressent de 6,2 % sur un an. Les ventes au détail baissent de 1,1 %, et de 1,9 % sur un an, essentiellement du fait de l'Allemagne. En juin, le chômage se stabilise à 9,9 %. L'indice du sentiment économique recule à 105,1 (-0,4 %). Celui des services (Markit) recule pour le 3^{ème} mois d'affilée, mais l'activité résiste bien en Allemagne et en France. Comme prévu, la BCE (Banque Centrale Européenne) relève son

taux directeur à 1,5 %, au regard d'une inflation de 2,7 % jugée trop élevée. En juillet, l'indice du sentiment des investisseurs remonte de 3,5 à 5,3, alors que divers instituts de conjoncture prévoient un raffermissement de l'activité au 4^{ème} trimestre grâce à une légère amélioration du pouvoir d'achat des ménages et au repli de l'inflation.

En Allemagne, en mai, le recul de 2,8 % des ventes au détail est le plus élevé depuis 4 ans. Mais les commandes à l'industrie augmentent de 1,8 %, davantage qu'attendu. La production industrielle progresse également de 1,2 %, après un recul de 0,8 % en avril. En juin, l'inflation augmente très légèrement à 2,3 %. En France en mai, avec le repli de l'énergie, les prix à la production reculent de 0,5 %, mais augmentent de 6 % sur un an. La consommation baisse de 0,8 % pour le 3^{ème} mois consécutif. Le nombre de chômeurs remonte de 0,7 % après 4 mois de baisse, même si le secteur manufacturier, dont l'indice PMI ralentit de 54,9 à 52,5, continue de renforcer ses effectifs.

Cependant, la crise de la dette souveraine prend un tour plus inquiétant, malgré le vote de plans d'austérité en Grèce et au Portugal. Les agences de notation, en considérant une « initiative de Vienne » comme un défaut « sélectif », rendent le traitement

Allianz 
Global Investors

de la dette grecque plus complexe. En déclassant brutalement la dette portugaise de 4 crans, elles réduisent le temps que l'Union Monétaire peut accorder aux pays fragiles pour redresser leurs finances publiques. Elles fragilisent les banques, qui déjà peinent à s'accorder sur la manière de traiter la dette grecque, alors même que l'Autorité Bancaire Européenne s'apprête à publier le résultat de ses « stress tests ».

Au Japon, la production industrielle rebondit de 5,7 % en mai, après le désastre de Fukushima. Du fait de l'absence de plan à long terme de redressement budgétaire, les agences menacent le pays d'une nouvelle dégradation de sa note.

Toujours soucieuse de modérer l'activité et l'inflation, **la Chine** relève à nouveau son taux directeur et le cours pivot du Yuan contre dollar.

L'évolution des marchés traduit la recrudescence de l'aversion au risque. Après le rebond survenu peu après le dernier comité, les indices actions corrigent brutalement, cependant que les taux longs reculent encore. Le dollar confirme son raffermissement contre euro, entamé début mai.

Olivier Gasquet
Achevé de rédiger le 12/07/2011

Devant la résurgence de la crise de la dette souveraine, nous réduisons notre exposition aux risques (Décisions du 12/07/2011)

■ Préliminaire :

les difficultés actuelles des marchés résultent de la conjonction d'une contagion de la crise de la dette souveraine à de nouveaux pays de la zone euro, et de chiffres décevants sur l'emploi susceptibles d'affecter le profil de la reprise.

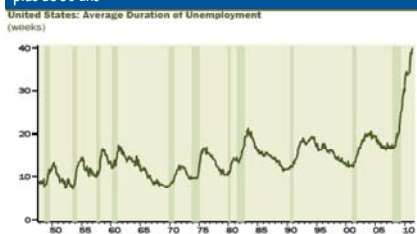
La gestion politique de cette crise est déterminante pour le comportement à venir des marchés. Mais les indices sur les solutions qui lui seront apportées manquent. Aussi choisissons-nous de réduire notre exposition aux risques.

Sur les marchés d'actions, les fondamentaux sont négatifs en terme de dynamique bénéficiaire, de configuration technique et de flux, neutres en terme de volatilité, mais fondamentalement positifs en termes de valorisation. Sur le marché des taux, les fondamentaux sont positifs en terme de flux, et dans une moindre mesure en termes de volatilité.

■ De négatifs, nous redevons neutres sur les marchés obligataires.

Aux Etats-Unis (0), notre scénario de reprise est remis en question par les

La durée moyenne du chômage n'a jamais été aussi élevée depuis plus de 50 ans



Shaded regions represent periods of U.S. recession
Source: Haver Analytics, Guskin Sheff
Source : Haver Analytics - Juillet 2011

chiffres décevants de l'emploi. Alors que le taux d'occupation de la population active diminue, le chômage augmente à 9,2 % et sa durée moyenne

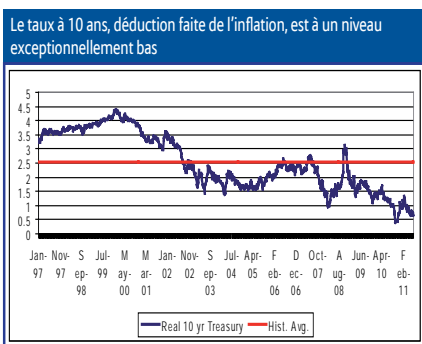
← Sous-pondération		Sur-pondération →			
-4	-2	0	+4		
Taux					
	High Yield Euro	↓ 0	Dette Emergente	↔ +2	
	État 10 ans UK	↑ 0	Convertibles	↔ +2	
	État 10 ans US	↑ 0			
	État 10 ans Zone euro	↑ 0			
	État 10 ans Japon	↔ 0			
	Indexées inflation €	↔ 0			
	Investment Grade Euro	↔ 0			
Actions					
Zone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

Source : AllianzGI France - Juin 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.

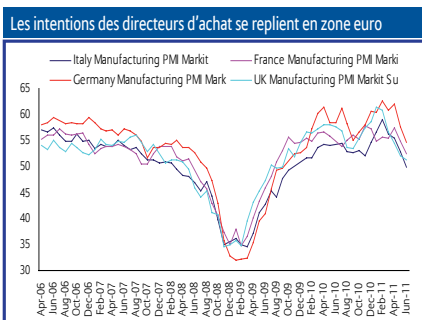
s'allonge. La consommation, qui représente 70 % du PIB, ne peut croître significativement sans amélioration de l'emploi, ou sans baisse du taux d'épargne, improbable sans amélioration de la confiance des ménages. De plus, la fin du stimulus monétaire et les indispensables efforts budgétaires vont peser sur l'activité. Sauf à imaginer que les entreprises et les ménages réinvestissent, et que l'immobilier se redresse, les prévisions de croissance en fin d'année et en 2012 devront être revues en baisse. Si les dernières intentions des directeurs d'achat se redressent, la



Source : AllianzGI Investments Europe - Juillet 2011

composante relative aux commandes nouvelles continue de se détériorer. L'inflation, qui atteint 3,6 %, se durcit en termes sous-jacents à 1,5 % avec la hausse des loyers et le renchérissement des importations. La Fed (Federal Reserve) se trouve ainsi écartelée entre ses deux missions, la réduction du chômage et la protection de la valeur de la monnaie. Nous cessons d'être négatifs pour devenir neutres, et sommes acheteurs sur tout rebond.

En zone euro (0) comme aux Etats-Unis, les indicateurs avancés se retournent, aussi bien dans les pays les



Source : Datastream - Juillet 2011

plus dynamiques que dans ceux de la « périphérie » où l'activité pourrait se

contracter. Plus grave, l'extension de la crise de la dette souveraine à l'Italie et à l'Espagne est susceptible d'accroître encore le ralentissement. En Allemagne, la résistance du sentiment des industriels (IFO) doit être nuancée par l'entrée en territoire négatif du sentiment des économistes (ZEW). L'inflation recule légèrement, mais le taux directeur, à 1,5 %, reste très accommodant. La poursuite de son relèvement dépendra du tempo de la croissance et de l'inflation dans les prochains mois. Le chômage se stabilise à un niveau très élevé, mais continue de croître dans les pays les plus fragiles. Devant cet environnement incertain, nous cessons d'être négatifs et devenons neutres, en surpondérant les seules obligations allemandes malgré le très bas niveau de leurs taux. Nous sommes acheteurs sur tout rebond.

Au Royaume-Uni, nous restons neutres (0). Comme dans les autres pays développés, la croissance déçoit. Même en tenant compte, les taux longs sont trop bas au regard de l'inflation anticipée, et du resserrement de la politique monétaire qu'elle justifiera à un moment ou un autre cette année.

Au Japon (0), les fondamentaux macro-économiques justifient actuellement le très bas niveau des taux longs. Cependant, leur redressement se profile à terme avec la reconstruction, et le risque d'inflation induit par les prix de l'énergie et de l'alimentation et un repli du yen.

■ Nous sous pondérons les actions.

Aux Etats-Unis (0), la croissance devrait rester inférieure au potentiel pendant une période prolongée. De la sorte, les prévisions de croissance bénéficiaires pour le second semestre 2011, et surtout pour 2012, paraissent moins tenables et sont révisées en baisse. Malgré l'optimisme des analystes, les chiffres du 2^{ème} trimestre pourraient décevoir du fait de la hausse des matières premières, et de moindres gains de productivité induits par une croissance plus faible que prévu. Or, à l'exception du PER, les autres méthodes de valorisation montrent que le marché n'est

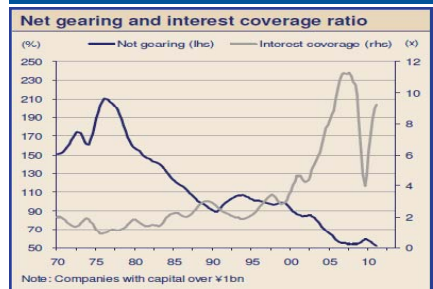
pas fondamentalement sous évalué. Au regard de ces éléments négatifs, notre neutralité s'entend en termes relatifs par rapport aux actions de la zone euro.

En zone euro (-2), la détérioration des fondamentaux macro-économiques laisse prévoir un ralentissement au second semestre. D'ores et déjà, les prévisions de croissance bénéficiaires sont révisées en baisse. Cependant, la croissance bénéficiaire reste conséquente, les évaluations excessivement modérées, et les actions sous représentées dans les portefeuilles. Aux niveaux actuels, une opinion négative se justifie dans la mesure où nous ne disposons d'aucun indice sur les solutions, temporaires ou fondamentales, qui seront apportées à la crise de la dette souveraine.

Au Royaume-Uni (0), le rebond récent du marché a été nourri par le poids élevé des sociétés minières dans l'indice, des prévisions de croissance bénéficiaire très élevées en 2011, et un « momentum » particulièrement dynamique. Malgré le redressement de la confiance du consommateur, l'activité reste faible alors que l'inflation accroît le risque d'un resserrement monétaire. Une valorisation très basse nous paraît donc un argument insuffisant pour investir.

Le Japon (-2) reste le marché le moins cher, tant par ses multiples que par la qualité des entreprises cotées, en termes de bilan et de positionnement

La situation financière des sociétés japonaises est particulièrement saine



Source : Haver Analytics - Juillet 2011

industriel. Si la reconstruction va progressivement dynamiser l'activité, les restrictions de consommation d'énergie la freinent pour le moment. L'inertie politique nous incite à la prudence.

■ Nous devenons neutres sur l'ensemble des obligations privées, à l'exception des convertibles (+2).

Nous sommes toujours neutres (0) sur le segment « *investment grade* », le mieux noté. Les fondamentaux des émetteurs non financiers demeurent sains, mais la sensibilité des titres aux nouvelles macro-économiques moins favorables s'accroît, en particulier celles liées à la crise de la dette souveraine. La subdivision du segment entre, d'un côté les émetteurs du secteur financier et des pays périphériques, et les autres, s'accuse. Nous restons plus que jamais à l'écart des premiers, fragilisés par la nature des actifs détenus et la publication prochaine des « *stress tests* ».

Nous devenons neutres sur le segment « *high yield* » (0), qui recouvre les notations de moindre qualité. L'écart de rémunération s'est à nouveau élargi, avec le retour de la crise de la dette souveraine et la probable révision en baisse des perspectives d'activité, et donc des prévisions bénéficiaires des émetteurs. Son niveau est attractif au regard du renforcement du bilan des sociétés, de l'amélioration de leur exploitation et de l'effritement du taux de défaut. Mais le fort recul de la liquidité ces derniers jours nous incite à la prudence.

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

■ Nous restons favorables aux marchés émergents.

Nous restons acheteurs (+2) du marché obligataire, peu sensible au ralentissement de la croissance des pays développés et aux problèmes de la zone euro. Les tensions inflationnistes, nourries par les matières premières, semblent devoir être tempérées par les mesures de resserrement monétaire, la réévaluation des devises et la modération de l'activité. La Chine et l'Inde appellent toutefois une surveillance étroite. Nous privilégions

les émetteurs souverains, qui offrent des rémunérations et une qualité de risque supérieures. Les flux sont nettement acheteurs.

Nous maintenons notre exposition aux actions (+2), bien qu'elles soient plus sensibles que les obligations à l'évolution économique des pays développés. Certes, l'inflation sous-jacente augmente, les politiques monétaires se resserrent, les indices PMI baissent en cohérence avec le ralentissement de l'activité, et le cours des matières premières se replie. Les flux sont légèrement vendeurs. Cependant, la modération de l'activité des pays émergents rend plus attractif leur supplément de croissance par rapport aux pays développés.

■ Parmi les diversifications thématiques, notre opinion positive sur les mines d'or est le seul changement.

L'inflation est à la baisse dans les pays émergents

Output prices in BRIC countries (all sectors)



Source : Morgan Stanley Research 2^{ème} Trimestre 2011

L'immobilier coté présente l'avantage d'un rendement élevé (environ 5%), 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 et le renchérissement tendanciel des hydrocarbures renforce notre opinion favorable. Quant aux 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 également le cas des productions forestières, sollicitées par le bâtiment, le mobilier et la papeterie. Enfin, les mines d'or offrent des prix attractifs, alors que les achats chinois devraient doubler à 400 tonnes en 2011. Or, à l'exception du premier, tous ces thèmes sous-performent nettement 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 l'eau. Dans l'énergie, les cours nous paraissent trop élevés au regard des stocks disponibles, du fléchissement de l'activité mondiale et de sa capacité à absorber des coûts plus élevés. Nous sommes vendeurs sur tout rebond.

Indices actions au 12/07/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 12/07/2011 Performance depuis le 27/06/2011 (%)	
CAC 40	-0,80	CAC 40	-0,59
DAX 30	+3,76	DAX 30	+0,38
Eurostoxx	-3,55	Eurostoxx	-1,11
FTSE 100	-0,52	FTSE 100	+2,56
SMI	-6,54	SMI	+0,40
Nasdaq	+4,86	Nasdaq	+3,48
S & Poors 500	+4,45	S & Poors 500	+2,62
Dow Jones	+7,51	Dow Jones	+3,35
Brésil	-13,85	Brésil	-2,47
Russie	+8,27	Russie	+4,05
Inde	-9,72	Inde	+0,10
Hong Kong	-5,95	Hong Kong	-1,71

Source : Datastream - Juillet 2011

Taux (%)		31/12/2010	31/03/2011	27/06/2011	12/07/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,45	2,92	2,94
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,71	3,34	3,40
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,35	2,88	2,68
		31/12/2010	31/03/2011	27/06/2011	12/07/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,41	1,42	1,39

Source : Datastream - Juillet 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

© 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 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.