

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Des inquiétudes qui perdurent

Les investisseurs sont inquiets. Alors que le traitement de la crise grecque apparaît à nouveau délicat, ils ne savent si le ralentissement actuel de l'activité traduit une modération de la reprise ou l'annonce d'un retour en récession.

Aux Etats-Unis, la Fed, consciente du ralentissement en cours, ne précise pas l'évolution prochaine de sa politique monétaire.

En avril, le déficit commercial se contracte de 7 %, et le crédit poursuit son expansion. Mais en mai, l'immobilier continue de se dégrader, et les chiffres hebdomadaires de l'emploi de décevoir.

Dans son « *livre beige* », la Fed (Federal Reserve) observe que l'expansion économique se poursuit. Elle attribue une part du ralentissement observé dans certaines régions, et confirmé par le fort recul des indices de la Phillyfed et de l'Empire State, à des facteurs temporaires comme le renchérissement des matières premières et les perturbations de la chaîne logistique consécutives au désastre de Fukushima.

La Fed révisé en baisse la croissance attendue à 2,7-2,9 % en 2011, et en hausse sa prévision de chômage à 8,7-8,9 % en fin d'année et à 1,4-1,6 % celle d'inflation sous-jacente. Elle mentionne la fin du 2nd plan de mesures quantitatives, mais se tait sur ses prochaines déci-

sions de politique monétaire. Inquiète de la situation budgétaire, l'agence Fitch place la dette du pays sous perspectives négatives.

En zone euro, l'activité se tempère en Allemagne et en France, alors que la crise grecque s'intensifie.

Au 1^{er} trimestre, la croissance ressort à 0,8 %, et à 2,5 % sur 1 an. Les prévisions pour les prochains trimestres sont de 0,4 %. En avril, la production industrielle augmente de 0,2 %, et de 5,2 % sur 12 mois. En mai, les prix à la production montent de 0,9 %, et de 6,7 % sur 12 mois. L'inflation se stabilise à 2,7 %, mais la BCE (Banque Centrale Européenne), consciente des risques inflationnistes induits par les prix de l'énergie et des matières premières, confirme la probabilité d'une prochaine hausse de son taux directeur. En juin, le moral des investisseurs recule de 10,9 à 3,5 points. Le secteur privé, en net ralentissement, se serait contracté sans l'Allemagne et la France. En juin, l'indice des directeurs d'achat recule de 55,8 à 53,6 points. En Allemagne, le sentiment des investisseurs (ZEW) chute sensiblement en mai (de 3,1 à -9 points), et le moral des ménages également. Cependant, l'indice IFO du climat des affaires progresse pour la première fois en 4 mois, à 114,5. En France, la confiance des ménages reste stable, de même que le climat des affaires.

Allianz 
Global Investors

La crise de la dette souveraine reprend de l'ampleur. Standard and Poor's place la Grèce en catégorie spéculative (« CCC »), et dégrade d'autres pays. L'Europe pousse les investisseurs privés à participer « librement » au renouvellement (« roll-over ») de la dette grecque à son échéance, en échange du vote d'un plan d'austérité. Devant le risque qu'une gestion défectueuse de ce dossier n'enflamme les doutes du marché sur leurs dettes, elle presse les pays périphériques de maintenir leurs efforts budgétaires.

Dans les reste du monde, les pays émergents continuent à combattre l'inflation.

Au Japon, le PIB (Produit Intérieur Brut) recule de 0,9% au 1^{er} trimestre. A la suite des catastrophes de mars, les exportations chutent de 12,4% en avril, et de 10,3% en mai sur un an.

En Chine, la production industrielle ralentit en mai à 13,3% et l'inflation augmente à 5,5% sur un an. La banque centrale relève à nouveau le taux de réserves obligatoires et le cours de change du

yuan, en dépit de la stagnation du secteur industriel dont semble témoigner le moral des investisseurs en juin.

En Inde, la banque centrale relève son taux directeur à 7,5%.

Les investisseurs s'inquiètent du ralentissement.

Aussi la plupart des indices actions reculent-ils depuis le précédent comité (06/06/2011). Il en est de même des taux à long terme. A la faveur de la crise grecque, le dollar se raffermi légèrement.

Olivier Gasquet
Achevé de rédiger le 27/06/2011

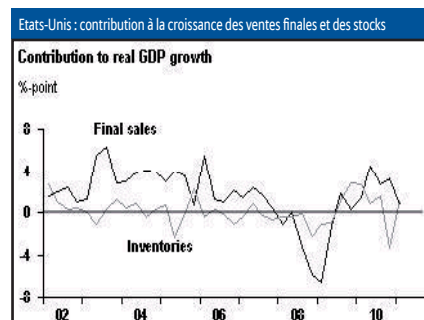
Nous profitons des inquiétudes actuelles pour renforcer le risque en actions (Décisions du 27/06/2011)

Alors que les chiffres macro économiques continuent à décevoir, l'investisseur s'inquiète du traitement incertain de la crise grecque et de sa difficulté à en mesurer les conséquences.

■ Nous restons toujours en retrait des marchés obligataires.

Aux Etats-Unis (-2), les indicateurs avancés conduisent à réviser en baisse la croissance attendue au 2^{ème} trimestre.

L'écart entre les stocks et les nouvelles commandes continue de se resserrer, et l'indice des directeurs d'achat (ISM) de se détériorer. La consommation est freinée par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, la diminution des transferts sociaux, la très faible amélioration de l'emploi, la baisse des prix immobiliers et le désendettement des ménages. Les entreprises améliorent leur capacité à répercuter le renchérissement de leurs coûts, comme



Source : JP Morgan - Mai 2011

l'énergie, les matières premières et les loyers, contribuant au raffermissement

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

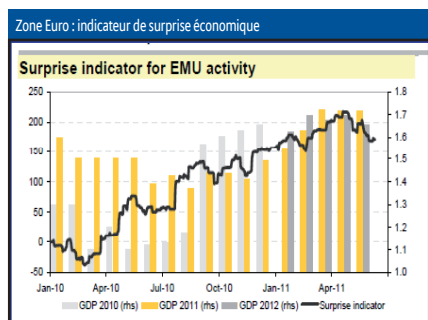
Source : AllianzGI France - Juin 2011

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.

de l'inflation sous-jacente. Or, les taux réels sont historiquement bas, et depuis le début de l'année le crédit se reprend. Sauf à ce que l'évolution de l'emploi déçoive encore, la Fed devra envisager une manière de mettre un terme à sa politique monétaire accommodante.

En zone euro (-2), les intentions des directeurs d'achat (PMI) témoignent davantage d'une modération de l'activité que d'un net ralentissement. La situation



Source : AllianzGI France - Juin 2011

est fondamentalement hétérogène. Le chômage se réduit rapidement en Allemagne, mais reste très élevé dans les pays périphériques où l'activité peine à reprendre. L'inflation globale s'effrite à 2,7 %, mais se raffermie encore à 1,5 % en termes sous jacents. La BCE devrait donc poursuivre le relèvement de son taux directeur en juillet, jusqu'à 2 % d'ici au début de 2012. Dans la mesure où l'investisseur privilégie la sécurité, et donc les obligations d'Etat, l'écart entre les taux courts et longs se resserre.

Au Royaume-Uni (-2), la confiance des ménages et la consommation demeurent faibles. Les indices des directeurs d'achat (PMI) baissent à partir d'un niveau élevé, et deviennent plus cohérents avec le rythme de croissance. L'inflation, stable à 4,5 % l'an, pourrait 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 la division de son conseil, la banque d'Angleterre devrait procéder à un premier relèvement de son taux directeur cette année.

Au Japon (0), les fondamentaux macro-économiques justifient le très bas niveau des taux longs. Cependant, leur redressement à terme se profile avec la

reconstruction, leur corrélation avec les taux américains, et le risque d'inflation induit par le prix de l'énergie et de l'alimentation en particulier lorsque le yen, très élevé, se repliera.

■ Sur les actions, nous redevons favorables à la zone euro.

Aux Etats-Unis (+2), le recul des indicateurs avancés nourrit la révision en baisse des prévisions de résultat. Ainsi, les marges des entreprises atteindraient leur point haut dès cette année. Dans la mesure où les hypothèses de croissance et de taux d'intérêt sur lesquelles sont construites le budget paraissent trop optimistes, où les négociations sur la réduction des déficits budgétaires demeurent difficiles, les agences de notation ont placé la dette sous perspective négative. Eu égard au niveau d'évaluation du marché, nous profitons de la correction actuelle pour nous renforcer.

En zone euro (+2), la correction conduit le marché à l'un de ses points les plus bas depuis 6 mois, et la prime de risque à l'un de ses niveaux les plus élevés depuis plus de 20 ans. L'indicateur de surprise économique continue de baisser nettement, marqué par la chute du sentiment des analystes (ZEW) et le repli des intentions des directeurs d'achats. Cependant, celles-ci restent élevées, et les ventes au détail supérieures aux attentes. Si les bilans d'entreprises sont très sains, et les valorisations très basses, la gestion du risque souverain inquiète. Nous profitons de la correction actuelle pour nous renforcer, afin de capter un rebond technique.

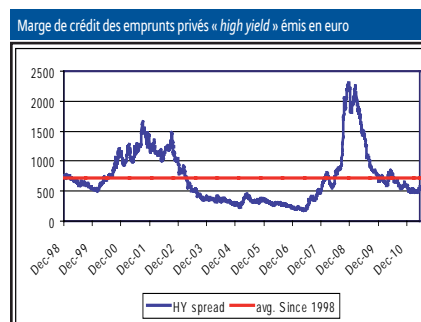
Au Royaume-Uni (0), le marché a perdu 5 % en trois semaines malgré des prévisions de croissance bénéficiaire très élevées en 2011. La valorisation est devenue très faible. Malgré le redressement du moral des ménages, la faiblesse de l'activité, l'effritement des prévisions de bénéfices et l'attrait relatif d'autres marchés nous inclinent à la neutralité.

Au Japon (-2), après les déceptions sur la production manufacturée et l'emploi, et le placement de la dette du pays sous perspective négative par les agences de notation, les entrepreneurs prévoient une nette reprise de leur production

au cours de deux prochains mois. Le marché est l'un des moins chers qui soit, mais la difficulté à mesurer l'impact des catastrophes nous incite à la prudence.

■ Parmi les obligations privées, nous retenons toujours (+2) le segment « high yield », les convertibles et les obligations bancaires « senior ».

Nous sommes toujours neutres (0) sur le segment « investment grade », le mieux noté. Les fondamentaux des émetteurs demeurent sains, mais le segment est de plus en plus sensible aux nouvelles macro-économiques moins favorables, en particulier celles liées à la crise de la dette souveraine et au terme probable de la politique quantitative de la Fed. Le segment se subdivise ainsi entre les émetteurs du secteur financier, ceux des pays périphériques et les autres. En dépit des taux offerts, nous restons à l'écart des premiers, fragilisés par la détention d'actifs émis par les seconds et la publication prochaine des « stress tests ».



Source : AllianzGI France - Juin 2011

Nous demeurons favorables au segment « high yield » (+2), le plus risqué. Il est moins sensible à la crise de la dette souveraine qu'à une détérioration de l'activité, à une révision en baisse de la croissance bénéficiaire, ou à la remontée des taux longs. Leur écart de rémunération s'est donc à nouveau élargi, attirant au regard du renforcement du bilan des sociétés, de l'amélioration de leur exploitation et de l'effritement du taux de défaut. Les flux sont positifs. Nous sommes acheteurs, sans nous départir de prudence.

Nous sommes toujours positifs sur les « senior loans » bancaires (+2). Les comptes d'exploitation s'améliorent et le risque de défaut diminue. Le rendement

élevé présente l'avantage d'être indexé à une référence variable, et le capital celui d'être sécurisé par un nantissement d'actifs.

Notre intérêt pour les convertibles (+2) demeure soutenu par leur rémunération attrayante, 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 sommes toujours favorables aux marchés émergents.



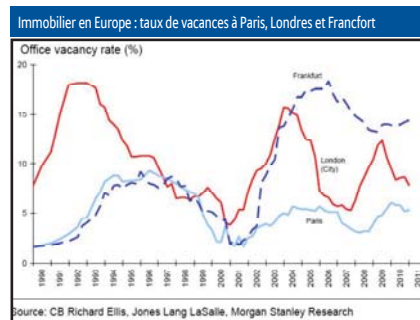
Source : Bloomberg - Juin 2011

Nous restons acheteurs (+2) du marché obligataire, relativement insensible 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 diverses mesures de resserrement monétaire, ainsi que 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 maintenons notre exposition aux actions (+2), 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 l'infléchissement de l'activité, le cours des matières premières se replie. Les flux sont légèrement vendeurs. Cependant, l'activité ralentie des pays développés souligne l'attrait du supplément de croissance qu'offrent les pays émergents, au moment où l'indice MSCI EM (Marchés Emergents) se rapproche 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%), 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 décision de l'Allemagne de sortir du nucléaire d'ici à 2022 et le renchérissement tendanciel des hydrocarbures 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 la papeterie. Or, à l'exception du premier, tous ces thèmes déçoivent en Bourse depuis le début de l'année.



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

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, du fléchissement de l'économie mondiale et de sa capacité à absorber des coûts plus élevés. Nous sommes vendeurs sur tout rebond.

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	-0,22	CAC 40	-1,73
DAX 30	2,80	DAX 30	0,33
Eurostoxx	-2,47	Eurostoxx	-1,50
FTSE 100	-3,01	FTSE 100	-2,40
SMI	-6,92	SMI	-5,95
Nasdaq	1,33	Nasdaq	-0,53
S & Poors 500	1,79	S & Poors 500	-0,47
Dow Jones	4,03	Dow Jones	-0,38
Brésil	-11,67	Brésil	-2,93
Russie	4,06	Russie	-1,26
Inde	-9,81	Inde	-0,30
Hong Kong	-4,31	Hong Kong	-3,96

Source : Datastream - Juin 2011

Taux (%)		31/12/2010	31/03/2011	06/06/2011	27/06/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,45	3,00	2,92
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,71	3,36	3,34
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,35	3,02	2,88
		31/12/2010	31/03/2011	06/06/2011	27/06/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,41	1,45	1,42

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

© 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.