

Allocation tactique

Allianz Global Investors
Investments Europe

Commentaire d'actualité

Des marchés résistants

En dépit de signaux économiques moins favorables, les marchés font face au choc de la catastrophe japonaise.

Aux Etats-Unis, les statistiques publiées deviennent plus contrastées

En février, les commandes de biens durables déçoivent, en progression hors commandes militaires de 0,4 % contre 2,8 % attendus. La production manufacturière augmente de 0,4 %. Les ventes au détail progressent pour le 8^{ème} mois consécutif, de 1 % dont 0,7 % hors automobile, mais les ventes de logements neufs baissent de 17 %. L'inflation reste modérée à 2,1 % sur un an, dont 1,1 % en termes sous-jacents.

En mars, l'indice de l'activité manufacturière de la Fed de Philadelphie progresse fortement, grâce aux commandes nouvelles. Mais, publié par l'Université du Michigan et le Conference Board, le moral des consommateurs chute. Devant la hausse du prix de l'énergie et de l'alimentation, leurs anticipations d'inflation à un an des ménages atteignent 4,6 %. Néanmoins, les inscriptions hebdomadaires au chômage continuent de s'effriter à 382.000.

La Fed poursuit l'achat d'obligations du Trésor, mais annonce la revente de son portefeuille de titres adossés à des crédits immobiliers.

En zone euro, la reprise semble marquer le pas

En février, la progression de la masse monétaire M3 (+2 %) témoigne d'un léger assouplissement de la distribution de prêts. L'inflation atteint 2,4 %, plus ferme en Allemagne (2,1 %) qu'en France (1,7 %). En mars, le moral des investisseurs monte et rejoint son niveau de septembre 2007. Mais l'indice PMI (Purchasing Managers' Index) des directeurs d'achat s'effrite, en particulier dans sa composante manufacturière.

De fait, l'activité en Allemagne, moteur de la zone, semble atteindre un palier. En mars, l'indice ZEW du sentiment des investisseurs se détériore, et l'indice IFO du climat des affaires après la progression de ces derniers mois se stabilise. En France, l'indice du secteur manufacturier progresse. Si l'activité industrielle reste ferme, son niveau de production est inférieur de 11 % à celui d'il y a 3 ans. Mais le moral des ménages, inquiets de leur pouvoir d'achat, se détériore.

Le probable relèvement du taux directeur de la Banque Centrale Européenne (BCE) en avril réveille l'inquiétude sur la situation financière des pays périphériques. La dégradation de la notation de plusieurs d'entre eux fait remonter leur taux d'emprunt sur le marché, malgré l'approfondissement des mécanismes de solidarité financière et de cohérence budgétaire au sein de la zone euro. C'est en particulier le cas du Portugal et de l'Irlande.

Devant les catastrophes survenues au Japon, les marchés cèdent puis se reprennent

Aux Etats-Unis, les indices d'actions retrouvent les niveaux du début du mois. En zone euro, ils restent en deçà, desservis par la trop lente construction de la solidarité financière européenne.

Si les fondamentaux plaident toujours en faveur des actions, la moindre qualité des nouvelles économiques publiées accroît la sensibilité de l'investisseur aux risques.

Achévé de rédiger le 31/03/2011
Olivier Gasquet

Capital Market Analysis Department
Market Management
Allianz Global Investors France

Sources : Reuters - Datastream - Mars 2011

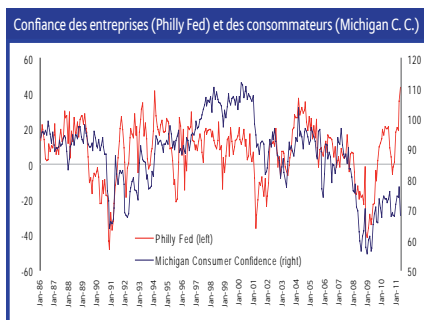
Politique d'investissement (Décisions du 30/03/2011)

Les risques qui prévalent actuellement nous conduisent à la prudence sur le marché des taux, et à la neutralité sur les marchés d'actions

Les fondamentaux justifient la poursuite du redressement des taux longs sur la dette publique aux Etats-Unis et en zone euro (-2). Nous sommes neutres au Royaume-Uni et au Japon (0).

Aux Etats-Unis, nous devenons négatifs sur les obligations d'Etat (-2). En effet, la bonne tenue de l'activité économique en dépit des incertitudes, le raffermissement de l'inflation, et celui plus net encore des anticipations d'inflation des ménages, pourraient conduire la Réserve Fédérale à remonter son taux directeur dès cette année. La fin prochaine du 2^{ème} train d'interventions quantitatives pourrait également contribuer à la remontée des taux longs.

En zone euro, l'évolution de notre posi-



Source : FED de Philadelphie, Université du Michigan. - Avril 2011

tion est identique (-2) et le cas similaire. La croissance s'affermite, l'inflation remonte depuis ses points bas, et la BCE annonce le resserrement de sa politique monétaire au printemps. Les récents accords ont renforcé la solidarité financière au sein de l'Union Monétaire, mais non de manière structurelle sa cohérence : la volatilité devrait donc persister. Cependant, l'amélioration de leurs fondamentaux distingue l'Italie et

l'Espagne des autres pays périphériques.

En Grande-Bretagne, les intentions des directeurs d'achat s'améliorent. Mais la croissance déçoit, et les prévisions d'activité sont révisées en baisse. L'inflation est élevée (4,4 % en février) et pèse sur le moral des ménages. Elle divise le conseil de la banque centrale qui pourrait remonter son taux directeur 3 fois d'ici à la fin de l'année. Or, le niveau des taux longs est déjà trop bas au regard des prévisions de croissance et d'inflation. Nous sommes donc neutres (0).

Nous restons neutres également au Japon. Ebranlée par les catastrophes, la croissance reprendrait au second semestre. La corrélation entre les taux longs japonais et américains, et l'impact potentiellement inflationniste des récents événements justifient notre position.

Sous-pondération		Sur-pondération	
-4	-2	0	+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	↔ 0
		High Yield Euro	↑ 0
		Convertibles	↑ +2
Actions			
		USA	↔ 0
		Japon	↑ 0
		Pays émergents	↑ 0
		Zone euro	↑ 0
		UK	↑ 0
		Matières Premières	↓ 0
		Immobilier coté	↑ +2
		Volatilité	↔ +2
		Euro/Dollar	↔ 0

Source : AllianzGI France - Avril 2011

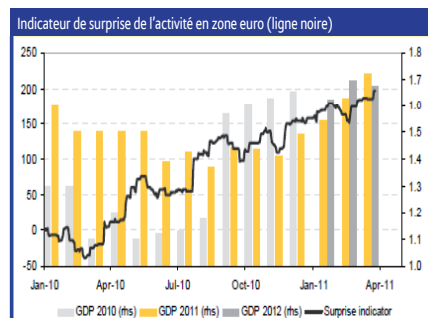
Rappel des modalités de fonctionnement du Comité d'Allocation d'actifs d'AllianzGI Investments Europe : le Comité d'allocation d'actifs attribue pour chacun des marchés principaux et en cas de convictions sur les diversifications, un score tenant compte de notre scénario économique central, mais aussi 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.

Nous sommes désormais neutres (0) sur l'ensemble des marchés d'actions des pays développés.

Nous demeurons neutres aux Etats-Unis. Les prévisions de croissance des bénéfiques continuent à s'améliorer (+16 % en 2011, +12 % en 2012), sans nous convaincre au regard de la forte hausse des coûts de production. Si les actions sont bon marché en termes absolus et relatifs, une éventuelle hausse du taux de la Fed dans les prochains mois et la prévalence des risques, géopolitiques et autres, nous incitent à la prudence.

Nous devenons neutres en



Source : AllianzGI France - Mars 2011

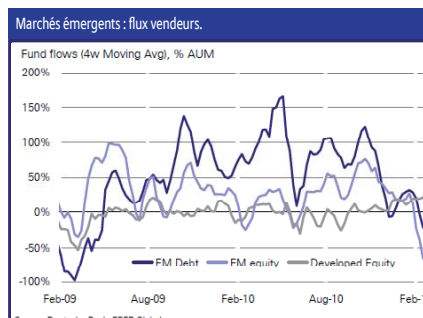
zone euro. Le climat des affaires est meilleur qu'attendu en Allemagne et en France, et les intentions des directeurs d'achat satisfaisantes. Le marché sous-évalue les prévisions de croissance bénéficiaire (+12% en 2011) et la solidité financière des entreprises. Après les événements du Japon, le marché s'est ressaisi malgré la difficulté d'en évaluer l'impact sur l'approvisionnement en éléments critiques pour l'activité économique - comme les composants électroniques.

Nous devenons également neutres au Royaume-Uni. Le marché britannique compte pour attrait le cours peu élevé du sterling, des prévisions bénéficiaires revues en hausse et la forte implantation de nombreuses entreprises dans les pays émergents, actuellement soumis à un resserrement monétaire. Le multiple de valorisation n'est cependant guère plus bas qu'ailleurs en Europe, alors qu'une hausse du taux directeur et un renforcement de la pression fiscale deviennent plus probables. Nous choisissons la prudence.

Il en est de même au Japon. Indiscutablement favorables avant le drame, les fondamentaux le sont probablement toujours. Cependant, l'impact des événements sur l'activité, sur l'évolution des prix et sur le yen, incertain à court terme, explique l'importance des sorties de capitaux.

Dans les pays émergents, nous sommes neutres sur les obligations (0), et le devenons également sur les actions (0).

Nous sommes neutres, sur les dettes des pays émergents, tant publiques que



Source : Deutsche Bank - Mars 2011

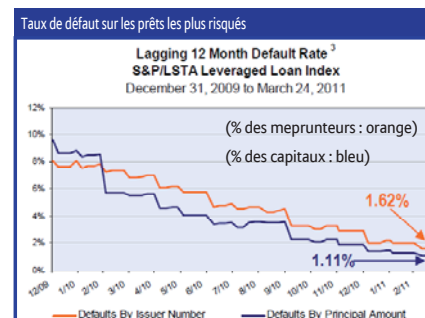
privées. En effet, le cours des matières premières nourrit la hausse des prix à la production et à la consommation. Les banques centrales tentent de juguler cette évolution en relevant leurs taux directeurs. Les investisseurs sont donc potentiellement vendeurs, en particulier ceux d'origine japonaise.

De négatifs (-2), nous devenons neutres sur les marchés d'actions. Leurs fondamentaux restent favorables : la croissance est ferme, la consommation domestique tonique (+/-5%), la dynamique bénéficiaire solide et la valorisation un peu inférieure à celles des marchés développés. Cependant, le cycle d'inflation et le resserrement monétaire observés en Asie et en Amérique Latine incitent les investisseurs à réaliser une part de leurs profits.

Parmi les obligations « corporate », nous devenons neutres (0) sur les notations « high yield ». Nous demeurons positifs (+2) sur les convertibles et les obligations bancaires senior.

Le marché du crédit « Investment Grade » en zone euro (0) est segmenté par l'activité, financière ou autre, et la nationalité de l'émetteur, « périphérique » ou non. A l'exception des banques, les entreprises ont achevé de se restructurer et sont financièrement solides. L'activité sur le marché primaire est soutenue, et la demande ferme. Le passé tend à montrer que les obligations privées devraient pouvoir résister à une probable remontée des taux directeurs.

Sur le segment « High Yield », nous devenons neutres. Certes les fondamen-



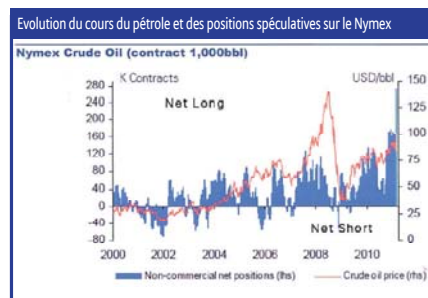
Source : Standard & Poors/Loan Syndication and Trading Association) - 1^{er} trimestre 2011

taux sont favorables : la solvabilité des entreprises est élevée, leur exploitation s'améliore, les niveaux de rémunération sont attrayants. Mais depuis 2 semaines, les retraits de capitaux incitent à la prudence.

Nous sommes positifs (+2) sur les obligations convertibles : elles sont susceptibles de bénéficier aussi bien d'une croissance lente et non inflationniste, que d'une croissance dynamique et inflationniste, ou d'une forte volatilité du marché des actions. Nous sommes également acheteurs (+2) d'obligations bancaires senior. Le redressement de l'exploitation des emprunteurs, et la protection offerte au capital par le nantissement d'actifs, et à la rémunération par la référence à un taux variable, retiennent l'attention sur cette famille d'actifs.

Parmi les actifs de diversification, nous privilégions toujours l'immobilier (+2).

Parmi les actifs de diversification, nous demeurons positifs sur l'immobilier. Le taux de vacance peu élevé, la récurrence des revenus, la fermeté observée des loyers, le rendement et la protection contre l'inflation sont autant d'attraits. Nous sommes également acheteurs d'or et de métaux précieux au regard de la forte concentration de la production, et de la demande élevée, en particulier liée à la protection de l'environnement. Nous sommes aussi présents sur les énergies alternatives : la disparition des subventions fiscales crée des surcapacités, transitoires au regard de l'accélération de la demande américaine et des conséquences de la



Source : CBE -Nymex - mars 2011

crise que traverse l'énergie nucléaire. Il en est de même des infrastructures, des matières premières, qui tirent grand profit du développement des pays émergents, et dont les performances déçoivent depuis le début de l'année. C'est également le cas de la forêt et de la communication digitale. En revanche, nous sommes neutres sur l'énergie (une nouvelle hausse des cours du pétrole nuirait à la croissance), les métaux de base (vulnérables au ralentissement de l'activité dans les pays émergents), les mines d'or (car le cours du métal nous paraît transitoirement surévalué) et l'eau (défensive par nature).

En gestion alternative, nous nous intéressons particulièrement aux stratégies fondées sur la volatilité, peu élevée en dépit des multiples incertitudes actuelles, sur l'arbitrage d'indices, particulièrement adaptés aux environnements incertains, enfin sur les situations spéciales, plus nombreuses avec la reprise des fusions-acquisitions.

Indices actions au 31/03/2011		Indices actions au 31/03/2011	
Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Performance depuis le 04/03/2011 (%)	
CAC 40	4,85	CAC 40	-0,77
DAX 30	1,84	DAX 30	-1,92
Eurostoxx	4,23	Eurostoxx	-1,30
FTSE 100	0,15	FTSE 100	-1,36
SMI	-1,22	SMI	-2,65
Nasdaq	4,83	Nasdaq	-0,13
S & Poors 500	5,42	S & Poors 500	0,35
Dow Jones	6,41	Dow Jones	1,23
Bovespa	-1,04	Bovespa	0,84
Russie	15,47	Russie	1,57
Inde	-5,43	Inde	5,16
Hong Kong	2,14	Hong Kong	0,51

Source : Datastream - Mars 2010

Taux (%)		31/12/2010	31/01/2011	04/03/2011	31/03/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,38	3,49	3,45
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,52	3,66	3,71
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,15	3,29	3,35
		31/12/2010	31/01/2011	04/03/2011	31/03/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,36	1,39	1,41

Source : Datastream - Mars 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

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.