

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Un ralentissement mondial, marqué en zone euro

Aux **Etats-Unis**, l'activité progresse à un rythme modéré. La croissance est révisée de 2,5 à 2 % l'an au 3^{ème} trimestre, après 1,3 % au 2^{ème}. En septembre, le déficit commercial recule à 43,1 milliards \$. En octobre, les indicateurs avancés progressent de +0,1 à +0,9 %. Dans l'industrie, la production se raffermi de 0,7 %, le taux d'utilisation des capacités de production atteint 77,8 % et la contraction des commandes de biens durables se modère de -1,5 à -0,7 %. Les ventes au détail ralentissent de +1,1 à +0,5 % et l'inflation se détend de 3,9 à 3,5 %. Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens se reprennent de

-3,2 à +1,4 %, de même que les permis de construire de -5,8 à +10,9 %, mais les mises en chantier chutent de +7,7 à -0,3 %. En novembre, l'indice manufacturier de la Réserve fédérale (Fed) de Philadelphie diminue de 8,7 à 3,6, mais celui de l'Empire State se rétablit de -8,48 à +0,61 et la confiance du consommateur (Université du Michigan) progresse de 60,9 à 64,1. Au cours du mois, les inscriptions hebdomadaires au chômage reculent de 400 000 à 393 000.

En **zone euro**, le ralentissement de l'activité se confirme. La croissance ralentit de 1,6 % l'an au 2^{ème} trimestre à 1,4 % au

3^{ème}. En septembre, le solde commercial se redresse de -4,4 en août à +2,9 milliards d'euros, mais la production industrielle se contracte de +1,4 % à -2 %. En octobre, l'inflation se maintient à 3 %. En novembre, la confiance des investisseurs ZEW (Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung) décline de -51,2 à -59,1, et celle des consommateurs de -19,9 à -20,4 ; mais les intentions des directeurs d'achat PMI (Purchasing Managers Index) s'améliorent de 46,5 à 47,2. La Commission Européenne abaisse sa prévision de croissance à 0,5 % en 2012 et 1,3 % en 2013.

En Allemagne, la croissance ralentit de 2,9 % l'an au 2^{ème} trimestre à 2,6 % au 3^{ème}. En septembre, la production industrielle recule de 2,7 % (-0,4 % en août), mais l'excédent commercial augmente à 17,4 milliards d'euros (+5,8). En novembre, l'indice IFO (Institute fuer Wirtschaftsforschung) du climat des affaires se stabilise à 106,6, et le PMI à 50,3, mais l'indice ZEW recule pour le 9^{ème} mois consécutif à -55,2.

En France, la croissance se maintient à 1,6 % au 3^{ème} trimestre. En septembre, la production industrielle recule de 1,7 % (+0,5 % en août). En novembre, l'indice du climat des affaires baisse de 95 à 93, la confiance des ménages de 82 à 79, tandis que le PMI se redresse de 45,6 à 48,7.

La note du Portugal est dégradée de BBB- à BB+ par Fitch, et celle de la

Belgique de AA+ à AA par Standard & Poor's. La crise s'étend aux pays notés AAA, à l'Autriche et aux Pays-Bas dont les taux à 10 ans augmentent nettement, à l'Allemagne qui échoue à placer 6 milliards d'euros d'obligations à 10 ans. Des ébauches de solutions institutionnelles à la crise sont attendues au Conseil Européen du 9 décembre.

Au Royaume Uni, le chômage atteint 8,3% au 3^{ème} trimestre. En septembre, la production industrielle se contracte encore de 0,7%, et le déficit commercial

atteint 9,8 milliards de livres, un record. En octobre, l'inflation s'effrite à 5% et la confiance des consommateurs chute de 45 à 36.

Au Japon, la récession se tempère de -1% l'an au 2^{ème} trimestre à -0,2% au 3^{ème}. En septembre, les prix cèdent 0,2%. En octobre, la production industrielle se redresse de -3,2% en septembre à +2,4%.

En Chine, en octobre, la production industrielle ralentit de +1,2 à +0,9%, les ventes au détail de 7,9 à 4,3% et l'infla-

tion de 6,1 à 5,5%. En novembre, le PMI manufacturier recule à 48,1, un plus bas en 32 mois, annonçant une contraction de l'activité.

Sur les marchés, les indices des pays développés progressent à l'exception du Nikkei, et ceux des pays émergents reculent. Le taux à 10 ans des obligations d'Etat remonte, en particulier aux Etats-Unis et en Allemagne où il repasse au-dessus de 2%.

Olivier Gasquet
Achévé de rédiger le 30/11/2011

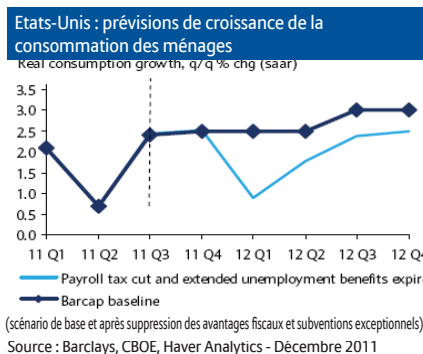
Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, Reuters, AGEFI. Sauf indication contraire, elles se rapportent au mois de novembre 2011.

Nous réduisons notre sous pondération en actions de la zone euro (Décisions du 30/11/2011)

Le comité d'investissement du 30 novembre 2011 confirme le précédent dans ses grandes lignes. En effet, les dernières données publiées corroborent notre scénario : celui d'un ralentissement sensible de la croissance induit par le désendettement des agents économiques.

Aux Etats-Unis, après révision de l'activité à +2% l'an au 3^{ème} trimestre, le consensus reste relativement optimiste pour

ceux qui suivent. En effet, les indicateurs relatifs au secteur manufacturier et à la consommation des ménages évoluent favorablement. Et le marché immobilier semble poursuivre son assainissement, avec un niveau de stock désormais plus compatible avec celui des ventes. Nous sommes toutefois plus prudents. Car l'activité actuelle ne nous paraît soutenue que par la disparition des impacts



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

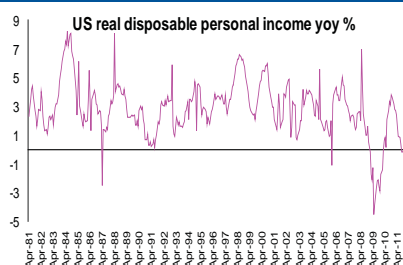
Source : AllianzGI France - Décembre 2011

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.

conjuncturels du séisme de Fukushima et des intempéries du 1^{er} trimestre. Par ailleurs, le revenu réel des ménages n'augmente guère. Or, l'improbable reconduction des réductions d'impôts et des indemnités exceptionnelles aux chômeurs de longue durée pourrait affecter nettement la consommation des ménages au 1^{er} trimestre 2012. Et au 1^{er} semestre 2013, les coupes budgétaires automatiques qui résultent de l'échec récent des négociations entre l'exécutif et le Congrès sur le rétablissement de l'équilibre budgétaire devraient peser sur la croissance.

Etats-Unis : évolution du revenu personnel (croissance annuelle)



Source : Bloomberg - Décembre 2011

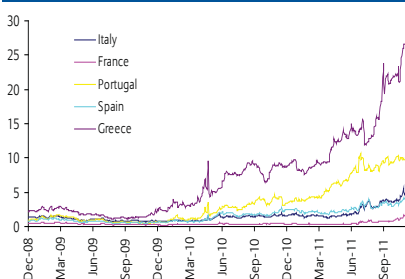
En zone euro, le consensus prévoit une légère récession, suivie d'une stagnation de l'activité en 2012. Ici encore, nos prévisions sont moins optimistes. En effet, avec l'extension de la crise de l'euro, les différentiels de taux longs continuent de monter, les banques de restreindre la distribution de crédit, les intentions des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier de baisser et le chômage d'augmenter. Bien que l'inflation puisse rester élevée, la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait abaisser son taux directeur à 1 % en décembre, peut-être en deçà ultérieurement. Cependant, la crise de l'euro semble approcher de son terme, et poser deux questions fondamentalement liées : la légitimité de la BCE à soutenir le marché des dettes publiques des pays en difficultés, et les limites à la souveraineté budgétaire des Etats. Sur le premier point, les dernières déclarations de M. Draghi laissent entendre que la BCE serait fondée à agir sur le marché.

Dans les pays émergents, les indices PMI annoncent une contraction de l'activité manufacturière en Chine, mais se ressaisissent légèrement ailleurs. Partout,

l'inflation recule, excepté en Inde. Son repli, dû aux effets de base favorables et au ralentissement en cours de l'activité, devrait se poursuivre et engager les banques centrales à assouplir leur politique monétaire.

Nous restons en retrait du marché obligataire. Aux Etats-Unis (-2), l'inflation se stabilise à un niveau élevé alors que sa composante sous-jacente continue de se tendre. Or, la révision en baisse des perspectives de croissance en 2012 augmente le risque de récession, en particulier si la crise financière perdure. Aussi le prochain comité de politique monétaire pourrait-il ouvrir la porte à de nouvelles mesures non conventionnelles. Les taux longs continueraient alors de se raffermir, et repasseraient à nouveau au-dessus de ceux de l'Allemagne. Nous demeurons donc sous-exposés en termes de duration.

Zone euro : évolution des « spreads » de taux longs de différents pays membres avec l'Allemagne



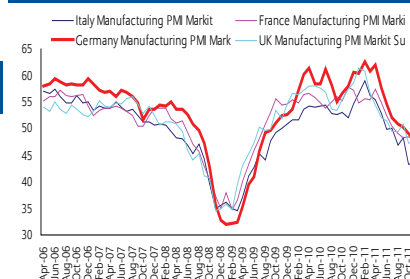
Source : Bloomberg - Décembre 2011

En zone euro (-2), la diffusion de la crise aux pays du socle dur de la zone montre les limites du soutien qu'ils peuvent apporter sans dommage aux difficultés des autres. L'inflation se stabilise à 3 % depuis 3 mois, et pourrait y demeurer du fait de la bonne tenue des prix de l'énergie et de la hausse probable des taux de Taxe sur la valeur ajoutée (TVA). Les indicateurs disponibles laissent penser que l'activité se contracte d'ores et déjà en ce dernier trimestre. Ils invitent la BCE à baisser son taux directeur à 1 % en décembre, voire en deçà dès le début de l'année prochaine. Si les attentes du sommet du 9 décembre prochain sont faibles, son résultat pourrait toutefois surprendre agréablement. Aussi décidons nous de réaménager nos positions, en devenant sous exposés aux pays du socle dur, et à l'inverse neutres sur la France et les pays périphériques (Espagne, Italie...).

■ Nous réduisons notre sous pondération sur le marché des actions.

Aux Etats-Unis (0), la marge nette des entreprises atteint 8,9 % au dernier trimestre, sans doute le record de plusieurs décennies. Les analystes continuent d'en prévoir l'amélioration, bien que les entreprises doutent de son caractère durable, et observent une détérioration de leur capacité à défendre leurs marges. Alors que le profil de croissance se modère en 2012, l'effritement de leurs anticipations d'inflation à court et moyen termes traduit l'inquiétude des investisseurs professionnels. Elle pourrait justifier de nouvelles mesures quantitatives, dont l'impact serait négatif. Bien que le marché ait récemment corrigé, nous choisissons de rester neutre.

Zone euro : évolution des indices PMI en Allemagne, France, Grande-Bretagne et Italie



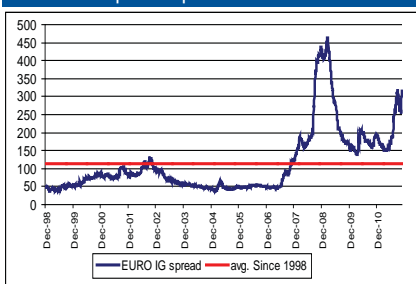
Source : Bloomberg - Décembre 2011

En zone euro (0), la diffusion de la crise à l'Italie réduit considérablement le volume des échanges sur le marché et propulse la volatilité des indices DAX et Eurostoxx 15 % au-dessus de leur moyenne de long terme. Elle provoque une hausse générale des taux longs et renchérit le financement dans tous les pays de la zone, freine la création monétaire, en ralentissement à 2,6 % en octobre, et donc l'activité. Aussi, depuis le dernier comité, les marchés perdent-ils 8 %. A 7,8, en intégrant une croissance bénéficiaire de 6 % en 2012, le PER (Price Earning Ratio) à 12 mois ressort à un niveau compatible avec une récession courte. Précédemment sous pondérés (-2), nous choisissons de devenir neutres. Au Japon (-2), l'activité n'a pas encore retrouvé son niveau antérieur au tremblement de terre, que déjà la crise financière européenne devient une préoccupation majeure des investisseurs. Bien que le yen ait atteint son plus haut historique contre dollar, beaucoup d'en-

treprises de qualité parviennent à s'adapter grâce à leur solidité financière. Aussi les prévisions de croissance bénéficiaire en 2012 (+11 %) comptent-elles parmi les plus élevées des pays développés. En dépit d'une prime de risque très élevée (9,6%), nous préférons la zone euro et les marchés émergents.

■ **Sur le crédit « corporate », nous sommes neutres.** Sur le segment « investment grade » (0), moins risqué, l'impact de la crise financière est significatif. Les entreprises ne révèlent aucune mauvaise surprise, et confirment tant leurs résultats anticipés au 3^{ème} trimestre que leur bonne santé financière. Cependant, elles ne peuvent plus emprunter auprès des banques, qui réduisent leur bilan et leur capacité de financement, ni auprès des investisseurs, réticents à prendre un risque de crédit local. La liquidité du marché s'est asséchée, portant les « spreads » (différentiels de taux par rapport aux obligations d'Etat) à des niveaux exceptionnellement élevés (323 points de base), bien qu'encore inférieurs à ceux d'il y a 3 ans. Les banques peinent particulièrement à se refinancer. La hausse de leurs « spreads », plus élevés encore à court terme qu'à long terme, témoigne de leurs difficultés.

Dette « corporate investment grade » en euros. Evolution du spread depuis 1998



Source : Merrill Lynch - Décembre 2011

Sur le marché « high yield » (0), plus risqué, le ralentissement en cours de l'activité a un net impact. Les résultats publiés des entreprises sont bons, même s'ils peuvent se détériorer dans un proche avenir. Leur santé financière demeure très satisfaisante, justifiant la relative faiblesse du taux de défaut anticipé (3,7 % en zone euro). A 986 points de base, le

« spread » de taux retrouve des niveaux exceptionnellement élevés. Là encore cependant, la liquidité et l'appétence des investisseurs font défaut.

Nous restons favorables aux obligations convertibles (+2). Avec la récente baisse des marchés d'actions et du crédit, la liquidité de ce segment d'actif s'est encore réduite. La baisse récente des cours accroît la sous-évaluation de la composante optionnelle, et donc de la volatilité. Nous recommandons également les prêts bancaires « senior » (+). La rémunération de 681 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 demeurons neutres sur les pays émergents.** Nous sommes neutres sur le marché obligataire (0). La qualité des fondamentaux macro-économiques offre aux banques centrales davantage de flexibilité que dans les pays développés. Devant le ralentissement de la croissance et la modération de l'inflation, elles peuvent abaisser leur taux directeur et s'accommoder du repli de leur devise. Nous privilégions plus particulièrement les titres émis dans des devises solides, et montrant une faible volatilité.

Nous sommes également neutres sur les actions (0). La crise financière et son impact boursier incitent les pays développés à rapatrier leurs avoirs. Le flux net de leurs investissements sur les marchés émergents est donc négatif. De fait, l'indice MSCI Pays Emergents continue de montrer une tendance baissière. Une

récession comparable aux précédentes justifierait une baisse supplémentaire du marché de 15 à 20 %.

■ **Parmi les thématiques,** nous privilégions toujours l'immobilier coté. Après sa récente baisse, le rendement atteint 6,5 %. Nous le pensons protégé par la croissance modérée du parc, la fermeté des loyers et la régularité des cash-flows. Ce segment d'actifs offre par ailleurs une protection fréquente du capital contre l'inflation.

Nous sommes également positifs sur les énergies alternatives. Dans le solaire, la reprise de la demande, soutenue par les réglementations américaine et chinoise, 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 ; enfin, les infrastructures, la communication digitale, l'agriculture et la forêt.

Nous sommes toujours neutres sur les génériques, sauf aux Etats-Unis et dans les pays émergents à l'exception de la Chine. Il en est de même de la biotechnologie, affectée par la pression sur les prix et la détérioration des taux de prises en charge, en particulier les entreprises dont les produits sont en phase de lancement.

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	09/11/2011	30/11/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	1,97	2,07
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	3,17	3,37
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	1,71	2,28
		31/12/2010	30/06/2011	09/11/2011	30/11/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,36	1,35

Source : Datastream - Décembre 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Indices actions au 30/11/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 30/11/2011 Performance depuis le 09/11/2011 (%)	
CAC 40	-17,09	CAC 40	2,58
DAX 30	-11,94	DAX 30	4,45
Eurostoxx	-16,56	Eurostoxx	3,60
FTSE 100	-6,69	FTSE 100	0,82
SMI	-12,18	SMI	0,79
Nasdaq	-1,23	Nasdaq	-0,05
S & Poors 500	-0,85	S & Poors 500	1,45
Dow Jones	4,04	Dow Jones	2,25
Nikkeï	-17,54	Nikkeï	-3,66
Brésil	-17,93	Brésil	-1,17
Russie	-12,96	Russie	1,85
Inde	-21,96	Inde	-7,79
Hong Kong	-21,91	Hong Kong	-10,12

Source : Datastream - Décembre 2011

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, 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.