

Allocation tactique

Lettre mensuelle d'Allianz Global Investors France



Vers une perception plus tempérée du risque ?

Aux Etats-Unis, la dynamique perdure pour le moment. En novembre, les commandes à l'industrie augmentent de 1,8 %, et les stocks de 0,3 %. Dans l'immobilier, les permis de construire augmentent de 5,7 % et les mises en chantier de 9,3 %. En décembre, l'indice NAHB du sentiment des promoteurs progresse pour le 3^{ème} mois consécutif. La confiance du consommateur (du Conference Board) atteint 64,5, un plus haut en 8 mois. Les indices ISM (Institute for Supply Management) s'améliorent à 52,6, dans les services et 53,9 dans le secteur manufacturier. Les ventes au détail progressent peu (+0,1 %). Mais les 200.000 emplois non agricoles créés, et

la baisse des inscriptions hebdomadaires à 352.000 ramènent le chômage à 8,5 %. Cependant, les salaires stagnent. En janvier, le moral du consommateur (l'université du Michigan) dépasse les prévisions à 74. Cependant, certains membres du conseil de la Fed qui anticipent un affaiblissement de la croissance envisagent un 3^{ème} train de mesures quantitatives (« QE3 »).

En zone euro, l'activité se stabilise en baisse. En novembre, la distribution de crédit ralentit à 1,7 % (-1 %) l'an. Les prix à la production augmentent de 5,3 % sur un an. En décembre, l'inflation ressort à 2,8 % l'an. Le PMI (Purchasing Managers' Index) composite se redresse à 48,3,

indiquant une modération du recul de l'activité. Mais le sentiment économique baisse encore à 93,3. A la suite de l'opération de refinancement à 3 ans (LTRO), les banques, réticentes à recourir au marché monétaire, portent leurs dépôts auprès de la Banque Centrale Européenne (BCE) à 510 milliards, un record. En janvier, le moral des investisseurs (Sentix) remonte, pour la 1^{ère} fois en 6 mois, de 2,9 points. Pour la BCE, l'activité se stabilise, mais reste très fragile.

En **Allemagne**, en novembre, après une hausse de 5 %, les commandes à l'industrie reculent de 4,8 % ; les ventes au détail baissent de 0,9 %. L'excédent commercial ressort à 15 milliards d'euros, contre 12 attendus. En décembre, les immatriculations augmentent de 6,1 %. Le chômage recule à 6,8 %, et l'inflation se replie de 2,4 à 2,1 %. En 2011, l'activité croît de 3 % principalement grâce à l'exportation, et le déficit budgétaire baisse de plus de moitié à 1 % du Produit Intérieur Brut (PIB). Le gouvernement juge que l'économie est solide, et pourrait croître de 1 % en 2012. Les fondamentaux du pays lui permettent même d'emprunter à 6 mois à un taux négatif !

En **France**, le chômage atteint 9,8 %, son niveau le plus élevé depuis 12 ans. En novembre, l'activité industrielle augmente de 1,1 % ; mais la consommation des ménages s'effrite de 0,1 % sur le mois, et le crédit à la consommation chute de 5,8 % sur un an. En décembre, la

confiance des ménages se stabilise, et les indices PMI remontent vers 50. L'inflation se maintient à 2,5 %, mais atteint 1,5 % en termes sous-jacents. La Banque de France confirme une croissance nulle au 4^{ème} trimestre et début 2012. Le déficit public ressort à 5,7 %, inférieur aux prévisions. A l'inverse des autres agences, Standard & Poor's abaisse la note de la France à « AA+ ». Elle fragilise ainsi la capacité du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) à lever des capitaux et réduit sa force de frappe.

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

En **Europe du Sud**, les notes de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal sont encore dégradées. L'Italie emprunte à 6 mois, à 3,25 %, un taux en chute de moitié. A 10 ans, le taux reste proche de 7 %. En Espagne, la récession creuse le déficit public à 8 % en 2011. En Grèce, les difficiles négociations avec ses créanciers rapprochent le pays de la faillite.

Selon l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE), les indicateurs avancés se replient partout sauf aux Etats-Unis,

au Japon et en Russie. En Chine, le PMI manufacturier (Purchasing Managers Index) augmente de 49 à 50,3. En Inde, le gouvernement s'évertue à réduire le déficit public et l'inflation.

Sur les marchés d'actions, tous les grands indices progressent nettement. Le taux à 10 ans des obligations d'Etat se raffermi aux Etats-Unis et en Allemagne, témoignant d'une meilleure perception du risque d'investissement.

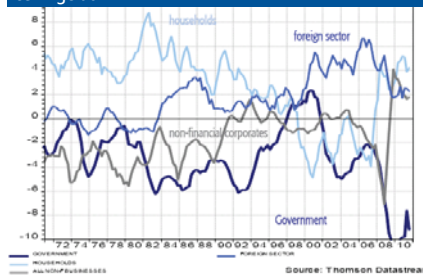
Olivier Gasquet
Achevé de rédiger le 20/01/2012

Nous restons prudents, mais reprenons du risque sur les pays émergents (Décisions du 23/01/2012)

■ **Aux Etats-Unis**, le consensus attend une croissance élevée au 4^{ème} trimestre et une reprise autonome en 2012. Nous estimons que ses prévisions pour 2012 (+2,2 %) sont trop élevées dans la mesure où la dette publique continue de croître, et où seuls les entreprises et les ménages commencent à réduire leur endettement. Certes, l'indicateur de surprise économique se redresse ; mais il atteint un point

haut. Et les commandes des directeurs d'achat s'améliorent par rapport aux stocks ; mais le revenu disponible réel unitaire des ménages stagne, la consommation ne s'améliore qu'aux dépens de l'épargne, l'emploi ne se redresse plus, et le crédit demeure freiné par le durcissement des critères d'octroi. La réduction du déficit budgétaire sera une question clé de la prochaine campagne présidentielle.

Etats-Unis : épargne des différents secteurs en pourcentage du PIB



Source : AGI, Datastream - Janvier 2012

← Sous-pondération		Sur-pondération →	
-4	-2	0	+2
Taux			
État 10 ans Etats-Unis	↔ -2	High Yield Euro ¹	↔ 0
État 10 ans Zone euro	↔ -2	Investment Grade Euro ²	↔ 0
		État 10 ans Royaume-Uni	↔ 0
		État 10 ans Japon	↔ 0
		Indexées inflation €	↔ 0
		Dette Emergente	↔ 0
		Convertibles ³	↔ +2
Actions			
Japon	↔ -2	Royaume-Uni	↑ 0
		Zone euro	↔ 0
		Etats-Unis	↔ 0
		Matières Premières	↔ 0
		Pays émergents	↑ +2
		Volatilité ⁴	↔ +2
		Immobilier coté	↔ +2
Euro/Dollar		0	

¹ A risque élevé - ² De première qualité - ³ Obligations - ⁴ Amplitude de variation des cours d'un actif rapportée à sa performance - Source : AllianzGI France - Janvier 2012

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.

En zone euro, le chômage continue de croître, le consensus se replie et une récession se confirme en début d'année. Elle devrait être modérée dans la mesure où il semble que les intentions des directeurs d'achat (PMI) se stabilisent. Même si les tensions sur le financement interbancaire se sont atténuées, le crédit se contracte et pèse sur l'activité économique. Au-delà de son repli récent, l'inflation devrait être soutenue par la hausse du prix des matières premières et l'appréciation du dollar.

Zone euro : évolution du PIB et différentiel de taux des emprunts bancaires à 10 ans



Source : AGI, Datastream - Janvier 2012

Dans les pays émergents, les indices PMI se redressent dans le secteur manufacturier, mais annoncent plus une stabilisation qu'un raffermissement de l'activité. Ils sont plus fermes dans les services. Ceux établis par l'OCDE laissent entrevoir une stabilisation ou un infléchissement de l'activité à la hausse. La demande externe faiblit, mais la demande interne pourrait bénéficier d'une nette reprise du crédit, de la hausse des salaires et du ralentissement de l'inflation observé partout sauf en Inde.

Sur le plan fondamental, les valorisations sont le seul véritable argument d'achat. Certes, le sentiment ambiant s'améliore, la volatilité diminue, et les actifs risqués se décorrèlent à nouveau. Les divers indicateurs techniques cessent d'être aussi négatifs que naguère. Cependant, les prévisions de bénéfices s'érodent, et les investisseurs continuent d'alléger leurs positions sur plusieurs segments d'actifs risqués. Le traitement de la crise de la zone euro, et son impact systémique, demeurent l'aléa déterminant de l'évolution des marchés.

■ **Nous restons en retrait du marché obligataire.** Nous sommes négatifs (-2) sur le marché américain, bien que nous anticipions un ralentissement de la croissance. Les taux longs nous paraissent trop bas au regard de l'inflation présente et de sa ferme-

té à venir. Un 3^{ème} train de mesures quantitatives, si un affaiblissement de la croissance se confirme ces prochains trimestres, contribuerait encore à raffermir les prix.

La zone euro appelle une approche différenciée. Le traitement de la dette de la Grèce déterminera l'orientation des marchés au cours des prochains mois. Qu'elle conduise ou non à une faillite, la gestion du dossier sera déterminante. Si elle parvient à alléger la perception du risque, alors les taux longs sont trop bas en Allemagne et dans les pays du noyau dur de la zone, et justifient notre opinion négative (-2). Ils sont en revanche plus intéressants dans plusieurs pays périphériques, sur lesquels nous sommes neutres. C'est en particulier le cas de l'Italie, dont les échéances inférieures à 5 ans profitent de la récente opération de refinancement bancaire à long terme (LTRO) lancée par la BCE fin 2011.

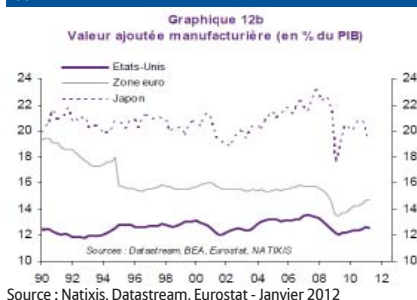
■ **Nous devenons neutres sur le marché d'actions des pays développés, à l'exception du Japon.** Comme celui du marché obligataire, le comportement du marché des actions dépend de la gestion de la crise de la zone euro. Les solutions fiscales, budgétaires et institutionnelles apportées, et leur impact sur l'activité et la perception du risque, seront déterminantes. L'évolution conjoncturelle est donc trop incertaine pour que les entreprises cotées, ne cherchent pas à préserver leur santé financière, et à modérer leurs investissements. Malgré la valorisation modeste des actions et leur faible poids dans le portefeuille des institutionnels, la révision en baisse des prévisions de bénéfices induite par le ralentissement de l'activité mondiale diffèrent le moment d'une réévaluation durable.

Aux Etats-Unis, nous restons neutres (0). Les résultats sont révisés en baisse devant l'appréciation du dollar, la hausse des stocks et le ralentissement en Europe et dans les pays émergents. L'optimisme actuel du marché nous conduirait donc plutôt à alléger nos positions. Nous considérons toutefois que la valorisation du marché, supérieure aux autres, se justifie par la qualité et la visibilité relatives de ses résultats. A terme, un éventuel 3^{ème} train de mesures quantitatives encouragerait la prise de risque.

Nous maintenons également notre neutralité en zone euro (0). La hausse du chômage et la fermeté de l'inflation contribuent à la récession attendue cette année. Mais la politique monétaire accommodante de la BCE et la baisse récente de l'euro, l'une et l'autre favorables à l'activité, devraient confirmer la stabilisation des indices PMI. Le repli graduel de la volatilité vers ses niveaux d'avant la crise témoignent d'une amélioration de la confiance des investisseurs. Cependant, les valorisations devraient rester modestes (Eurostoxx 600 : 9,9 X 2012). Car la récente dégradation par Standard & Poor's de la note de 9 pays membres souligne la fragilité de l'Union Monétaire, alors que les besoins de refinancement public en 2012 seront massifs.

Nous demeurons également neutres sur le Royaume-Uni (0). Les valorisations y sont attrayantes (9,6 X 2012). Mais les prévisions de bénéfices sont vulnérables, car sensibles au raffermissement du sterling contre euro et à la récession sur le continent. De nouvelles mesures quantitatives, au-delà des 275 milliards de livres actuels, encourageraient néanmoins les investisseurs à prendre davantage de risques

Japon : la valeur ajoutée de l'industrie en pourcentage du PIB



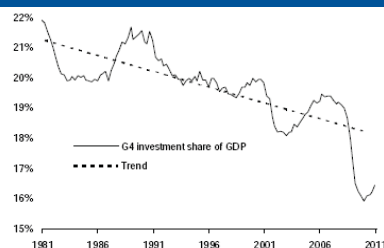
Source : Natixis, Datastream, Eurostat - Janvier 2012

Au Japon, nous conservons un score négatif (-2). La reconstruction soutient toujours l'activité. En dépit de la qualité du positionnement technologique des entreprises, illustrée par ses excédents commerciaux du pays, leur santé financière, leurs efforts de productivité, et leurs capacités à surmonter la réévaluation du yen, nous préférons nous exposer aux marchés émergents.

■ **Sur le crédit « corporate », nous sommes neutres.** Les fondamentaux de ce segment d'actifs sont identiques à ceux de 2011. Les emprunteurs présentent tou-

jours une solide santé financière, même si elle sera affectée par la récession en cours. Les « *spreads* » ou différentiels de rémunération offerts demeurent élevés au regard des taux de défaut anticipés. Néanmoins, l'investisseur doit apprécier leur attrait au regard du risque systémique qui résulterait d'une gestion inadaptée de la crise de la zone euro.

Dépenses d'investissement en Europe et aux Etats-Unis



Source : Crédit Suisse, Reuters - Décembre 2011

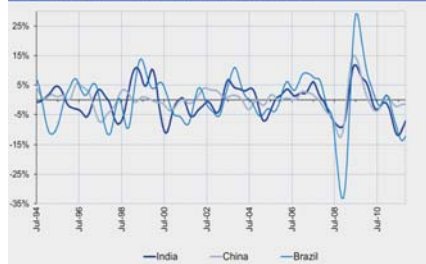
Nous demeurons neutres sur le segment « *investment grade* » (0). La liquidité reste faible, les investisseurs ne sont plus vendeurs nets, et les encours se contractent. Bien que les banques disposent à nouveau d'abondantes liquidités à la suite de la récente opération de refinancement (LTRO), le différentiel de taux sur leurs emprunts à 1-3 ans, supérieur à celui des emprunts à 7/10 ans, traduit la perception élevée du risque par les investisseurs. Nous demeurons neutres également sur le segment « *high yield* » (0). Depuis le dernier comité, le taux de défaut anticipé augmente et les différentiels de taux se contractent légèrement, mais ils demeurent attractifs. Le « *mur de refinancement* » initialement prévu en 2013 ayant été repoussé, les investisseurs se ré-intéressent à ce marché sur lequel les entreprises envisagent à nouveau d'émettre. Mais la conjoncture est encore trop incertaine pour jouer à court terme une performance supérieure au simple portage.

Les obligations convertibles demeurent notre seule recommandation (+2). Au-delà de la récession actuelle, l'érosion des différentiels de taux et la reprise du marché des actions récemment observées n'ôtent à ce marché aucun de ses attraits.

■ **Nous redevons positifs sur les actions des pays émergents.** Nous demeurons neutres sur les obligations

(0). En 2011, la croissance a ralenti de 7,3 à 5,8 %, et l'inflation s'est modérée à 5,5 %. Les Etats assouplissent à nouveau leur politique monétaire afin de soutenir l'activité. Malgré la qualité des fondamentaux et la faiblesse de l'offre de papier, le différentiel de taux avec les obligations américaines à 10 ans continue de s'élargir. Néanmoins, nous sommes toujours acheteurs d'obligations d'Etat au regard de la qualité du risque de crédit, et libellées en dollar afin de nous affranchir du risque de change en devises locales.

Les indicateurs avancés de l'OCDE en Inde, en Chine et au Brésil



Source : Datastream - Décembre 2011

Nous redevons positifs sur les actions (+2). Le raffermissement d'activité attendu de l'assouplissement monétaire fait ressortir des multiples de valorisation modérés (9,5 X 2012). Alors que l'indice MSCI franchit à la hausse ses moyennes mobiles sur longue période, les flux d'investissement redeviennent positifs.

■ **Parmi les thématiques.** Nous privilégions toujours l'immobilier coté. Il a récemment souffert d'une forte corrélation avec le secteur financier. Mais ses fondamentaux demeurent sains, avec un taux de vacances proche de 5 %, des baux

d'une durée moyenne supérieure à 5 ans et des surfaces à livrer compatibles avec la demande anticipée. Ces caractéristiques confèrent au rendement actuel une visibilité appréciable.

Nous sommes également positifs sur les énergies alternatives. Dans le solaire, la reprise de la demande, soutenue par les réglementations américaines et chinoises, la fermeté des cours du pétrole et les difficultés sans doute durables du nucléaire, devraient compenser la disparition des aides fiscales. Nous surveillons l'éolien, dont les valorisations sont faibles alors que les nouvelles 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 ; les infrastructures et la communication digitale, dont le potentiel est certain à terme ; enfin, l'agriculture et la forêt.

Nous sommes toujours neutres sur l'énergie dont le marché reste tendu malgré le ralentissement de la croissance, et dont l'éventuelle hausse serait coiffée par son impact négatif sur la croissance ; sur la biotechnologie, affectée par la pression sur les prix et la détérioration des taux de prises en charge ; sur les génériques, dont l'intérêt, désormais mondial, enclenchera un jour un mouvement de consolidation ; enfin sur les services de l'eau, dont les autorités publiques surveillent désormais étroitement les marges.

Indices actions au 20/01/2012 Performance depuis le 31/12/2011 (%)		Indices actions au 20/01/2012 Performance depuis le 19/12/2011 (%)	
CAC 40	+5,12	CAC 40	+11,68
DAX 30	+8,58	DAX 30	+12,94
Eurostoxx	+4,77	Eurostoxx	+10,17
FTSE 100	+2,80	FTSE 100	+6,78
SMI	+3,14	SMI	+6,15
Nasdaq	+6,97	Nasdaq	+10,45
Standard & Poors 500	+4,59	Standard & Poors 500	+9,13
Dow Jones	+4,12	Dow Jones	+8,11
Nikkei	+3,68	Nikkei	+5,67
Brésil	+8,46	Brésil	+11,38
Russie	+8,29	Russie	+9,22
Inde	+9,71	Inde	+9,65
Hong Kong	+9,09	Hong Kong	+11,29

Source : Datastream - Décembre 2011 - Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Taux (%)		30/06/2011	19/12/2011	31/12/2011	20/01/2012
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,16	1,81	1,88	2,02
FRBRYLD	France 10 ans	3,41	3,10	3,17	3,10
BDBRYLD	German Bund 10 ans	3,01	1,89	1,83	1,91
EURO/US	US \$ / EURO	1,45	1,30	1,29	1,29

Source : Datastream - Janvier 2012

Perf. (%)	2011	2010	2009	2008	2007
CAC 40	-16,95	-3,34	22,32	-42,68	1,31
DAX 30	-14,69	16,06	23,85	-40,37	22,29
Eurostoxx	-17,05	0,04	24,06	-43,43	-0,36
FTSE 100	-5,55	9,00	22,07	-31,33	3,80
SMI	-7,77	-1,68	18,27	-34,77	-3,43
Nasdaq	-1,80	16,91	43,89	-40,54	9,81
S & Poors 500	0	12,78	23,45	-38,49	3,53
Dow Jones	+5,53	11,02	18,82	-33,84	6,43
Bovespa	-14,06	1,05	82,66	-41,22	43,65
Russie	-21,94	22,54	128,62	-72,41	19,18
Inde	-25,73	15,66	85,04	-55,28	59,74
Hong Kong	-19,97	5,32	52,02	-48,27	39,31

Source : Thomson Reuters Datastream Advanced - Décembre 2010

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, HSBC, Reuters, Bloomberg, MSCI, RBS, Merrill Lynch, Exane, 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

© 2012 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.