

Allocation tactique



Allianz Global Investors
Investments Europe

Commentaire d'actualité

Un regain de volatilité

Devant la crise arabe et les risques qu'elle engendre, les marchés consolident leur progression. Mais la reprise économique poursuit son cours.

Aux Etats-Unis, les indicateurs continuent de s'améliorer.

En janvier, la consommation des ménages ralentit de +0,5 % à +0,2 % (0,1 % en termes réels), malgré une hausse des revenus de 1 %, supérieure aux prévisions. La production industrielle recule de 1,6 %, du fait d'une moindre contribution de l'énergie. Les commandes de biens durables augmentent de 2,7 %, essentiellement grâce à la contribution de l'aéronautique. Et le Conference Board publie des indicateurs avancés en hausse de 0,1 %, après +0,8 % en décembre.

En février, l'indice de la Fed (Réserve Fédérale) de Philadelphie grimpe de 19,3 à 35,9. L'indice ISM de l'activité manufacturière retrouve son point haut de 2004 : toutes ses composantes progressent, dont les commandes et l'emploi. Et l'indice de confiance du consommateur progresse de 65,8 à 70,4, soutenu par un léger tassement du chômage.

En janvier, les prix avançaient de 0,4 %. Mais l'inflation sous-jacente varie peu, à 1 % sur un an.

Dans son « *beige book* », la Fed juge que l'économie poursuit sa croissance à un rythme modéré.

En zone euro, hormis l'inflation, les chiffres publiés s'améliorent également.

Le Produit Intérieur Brut (PIB) croît de 0,3 % au 4^{ème} trimestre, et de 2 % sur 12 mois. En Allemagne, les progressions sont de 0,4 % et 3,5 %, et en France de 0,3 et 1,5 %. En Grèce et au Portugal, la croissance est encore négative au dernier trimestre de 1,4 % et 0,3 % respectivement.

En zone euro, l'indice PMI des directeurs d'achat atteint son niveau de juillet 2006. Sa composante manufacturière, la plus dynamique, retrouve à 59 son record d'il y a onze ans, et en Allemagne son niveau d'il y a 15 ans. En France, les services sont les plus dynamiques, en hausse de 57,8 à 59,7 en février. En Allemagne, l'indice IFO du climat des affaires progresse jusqu'au niveau record de 111,2 points, grâce aux exportations et au raffermissement de la consommation. En février, le

chômage continue de reculer progressivement à 7,3 % en Allemagne, et à 9,2 % en France.

L'inflation ressort à 2,4 % en février. Les prix à la production augmentent de 1,5 % en janvier et de 6,1 % sur 1 an. En France, l'inflation atteint 1,9 % sur 12 mois, dont 0,7 % en termes sous-jacents.

La Commission européenne rehausse sa prévision de croissance en 2011 à 1,8 %, dont 2,4 % en Allemagne. Elle anticipe une modeste contribution de la consommation, affaiblie par le retrait de la prime à la casse, et une inflation élevée de 2,2 %.

Au-delà d'un regain de volatilité, les marchés résistent.

La crise arabe et une forte remontée des cours du pétrole et de l'or ont réveillé les craintes des investisseurs. Mais les données macro-économiques, les résultats annuels récemment publiés, les modestes niveaux de valorisation, et la santé financière des entreprises ont permis aux marchés des actions de reconquérir une part du terrain cédé. Les taux longs ont repris le chemin de la hausse.

Cependant, les révisions en hausse des prévisions de résultats 2011 marquent le pas.

Achévé de rédiger le 07/03/2011
Olivier Gasquet

Capital Market Analysis Department
Market Management
Allianz Global Investors France

Politique d'investissement (Décisions du 07/03/2011)

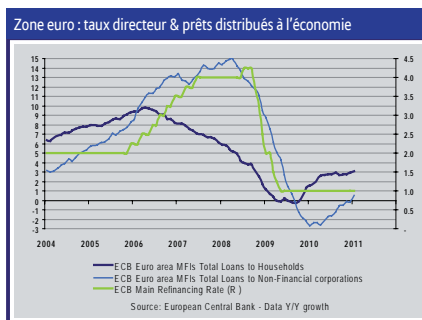
Une réduction de nos risques

Devant les risques induits par la crise géopolitique actuelle, nous modérons nettement nos positions sur les 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 (-2), le récent repli des taux longs procède d'une recherche de sécurité. Mais les fondamentaux, avec la fin probable de la désinflation, la progression de l'activité et l'amélioration de l'emploi, justifient une poursuite de leur redressement.

En zone euro (-2), les dernières statistiques confirment la fermeté de la croissance, et celle de l'inflation nourrie par la hausse du cours des matières



Source : European Central Bank - Mars 2011

premières et de l'énergie. L'impact sur les taux est accru par le durcissement du discours de la Banque Centrale Européenne (BCE) et la perspective prochaine d'une hausse du taux directeur. L'incertitude sur les décisions qui seront prises lors du sommet européen des 24-25 mars afin de renforcer la cohérence de la zone justifie également notre prudence.

En Grande-Bretagne (0), après un 4^{ème} trimestre décevant, les indicateurs laissent entrevoir un 1^{er} trimestre 2011

tonique, soutenu par la faiblesse de la livre. Alors que l'inflation gonflée par la récente hausse de la TVA devrait s'atténuer à moyen terme, un raffermissement de la politique monétaire se profile.

Au Japon (0), le financement des déficits publics par l'épargne locale, la déflation persistante en données sous-jacentes en dépit d'une hausse de l'inflation globale, et le cours du yen légitiment toujours une politique monétaire fondée sur un taux directeur nul.

Les marchés d'actions des pays développés deviennent plus volatiles avec la hausse du prix du pétrole. Nous restons positifs sur les Etats-Unis (+2), et devenons neutres partout ailleurs.

Nous maintenons notre score sur le marché américain (+2). Les résultats du dernier trimestre

surprennent moins que ceux des précédents, et les révisions en hausse des prévisions bénéficiaires en 2011 faiblissent. En effet, la hausse des prix à la production, nettement supérieure à celle des prix à la consommation, témoigne d'une pression sur les marges. Mais les fondamentaux sont positifs : la croissance au 1^{er} semestre est révisée en hausse et la valorisation du marché reste raisonnable. De tous les pays développés, les Etats-Unis sont les moins dépendants du prix du pétrole.

En zone euro (0), les craintes nées de la crise arabe et de son impact sur le prix de

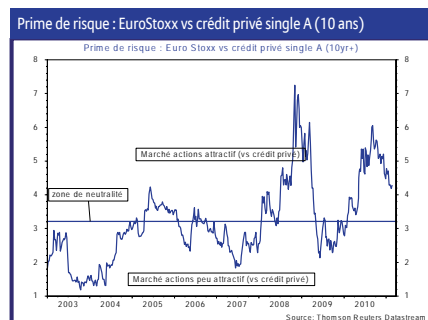


Taux					
État 10 ans US	↔	-2	État 10 ans Japon	↔	0
État 10 ans Zone euro	↔	-2	État 10 ans UK	↔	0
			Indexées inflation €	↔	0
			Investment Grade Euro	↔	0
			Dettes Emergentes	↔	0
			High Yield Euro	↔	+2
			Convertibles	↔	+2
Actions					
			Japon	↓	0
			Pays émergents	↓	0
			Zone euro	↔	0
			UK	↔	0
			Euro/Dollar	↔	0
			Matières Premières	↔	0
			Volatilité	↔	+2
			USA	↔	+2
			Immobilier coté	↔	+2

Source : AllianzGI France - Mars 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.



l'énergie ne plaident guère en faveur des actifs risqués. Certes, le prix des marchés d'actions est plus modeste encore qu'outre Atlantique. L'activité est revue en hausse, et la demande de crédit reprend. Mais la dynamique reste inférieure à celle des Etats-Unis ou des pays émergents. Par ailleurs, la prime de risque s'est repliée en deçà de ses niveaux exceptionnels, la volatilité se redresse et le sentiment des investisseurs est moins confiant.

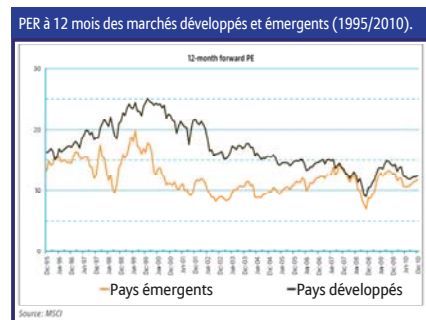
Au Royaume-Uni (0), de nombreuses sociétés profitent du cours de la livre à l'exportation, et de la dynamique des pays émergents en particulier dans le secteur minier. Aussi, la croissance attendue des résultats en 2011 est-elle particulièrement forte (+17%). La valorisation est attrayante, mais guère davantage qu'en zone euro. Ensemble, la réduction des déficits publics et la lutte contre l'inflation créent des risques de nature fiscale et monétaire qui appellent la prudence.

Nous devenons neutres sur le Japon (0). L'activité est révisée en hausse, et les indicateurs avancés proches de leurs sommets soutiennent la dynamique des prévisions bénéficiaires. Les valorisations sont attrayantes par rapport à la moyenne de longue période, en termes de PER, de prime de risque et de rendement. Mais l'activité du pays est particulièrement sensible au prix du pétrole.

Sur les marchés émergents, déjà neutres sur les obligations, nous le devenons sur les actions (0).

Nous restons neutres sur les obligations (0) des marchés émergents. La solidité des fondamentaux économi-

ques et financiers et le potentiel de revalorisation des devises retiennent l'attention sur plusieurs d'entre eux. Mais une politique monétaire quelque peu timide au regard d'une inflation nourrie par les prix de l'alimentation et de l'énergie justifie notre prudence sur les dettes d'Etat. Les dettes privées, en revanche, offrent un couple rendement / risque réellement intéressant.

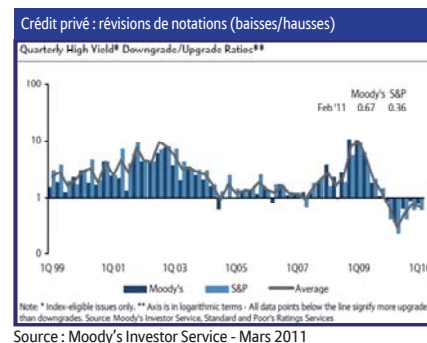


Sur les marchés d'actions, de positifs nous devenons neutres (0). La croissance reste dynamique et s'appuiera graduellement davantage sur la consommation des ménages. Mais les niveaux de valorisation et la progression attendue des bénéfices en 2011 sont proches de ceux des marchés développés. Or, de par leur structure, ces économies vont davantage souffrir de la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie. Leurs marchés présentent de ce fait un risque supérieur.

Sur le segment du crédit privé en zone euro, nous sélectionnons le « high yield », les convertibles et les obligations bancaires senior (+2).

Certes, sur le segment du crédit privé (« corporate »), nous sommes neutres sur les titres « investment grade » (0). Même si les fondamentaux sont favorables, leur tenue boursière dépend des décisions prises à la fin du mois de mars afin de refinancer durablement la dette des pays « périphériques ». Les titres émis par les entreprises de ces pays et par les financières y seront particulièrement sensibles. Enfin, l'approche soudaine d'une première hausse du taux directeur de la BCE ce printemps rend la dette « investment grade » vulnérable à un raffermissement des taux longs.

Sur le segment « high yield » (+2), les fondamentaux restent de qualité. Si

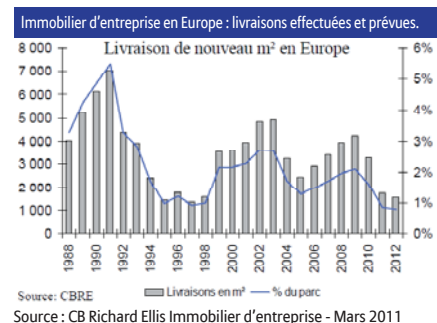


les différentiels de rémunération sont stables et légèrement inférieurs à la moyenne, le taux de défaut est bas et pourrait s'effriter encore. Le niveau de rémunération paraît protecteur eu égard à un moindre attrait pour le risque et face à une éventuelle remontée des taux longs.

Quant aux obligations convertibles (+2), leur intérêt reste double : une rémunération protectrice alors que les taux se raffermissent et que la volatilité des actions remonte ; également, un potentiel de valorisation en cas de reprise des marchés d'actions.

Les obligations bancaires senior (+2) offrent une rémunération particulièrement intéressante dans l'environnement actuel de taux eu égard à son indexation au Libor et au différentiel de rémunération offert. Ces avantages sont renforcés par la protection du capital qu'offre le droit sur les actifs sous-jacents.

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



A titre de diversification, nous retenons toujours l'immobilier (+). Les cours

actuels, proches des valeurs d'actifs, les rendements élevés, la protection des loyers contre l'inflation, les perspectives de croissance de cash-flows à moyen terme et le ralentissement programmé des livraisons à venir confirment le caractère défensif traditionnel de ce secteur.

Nous sommes également favorables aux énergies alternatives. L'investisseur redoute la baisse des subventions fiscales et la surproduction, alors que la demande en 2011 pourrait dépasser les attentes.

Sur l'énergie (0), une hausse du cours du pétrole au-delà de 120 \$ aurait un impact négatif sur la croissance. Ce risque n'est pas nul et nous invite à la prudence sur les pétrolières. Parmi les autres secteurs suivis, nous retenons ceux dont la performance récente déçoit au regard de leurs qualités intrinsèques, à savoir les infrastructures, l'agriculture, le platine et les nouvelles technologies.

Enfin, en gestion alternative, nous nous intéressons particulièrement aux stratégies d'arbitrage de volatilité et d'indices.

Indices actions au 04/03/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 04/03/2011 Performance depuis le 31/01/2011 (%)	
CAC 40	5,66	CAC 40	0,37
DAX 30	3,83	DAX 30	1,43
Eurostoxx	5,60	Eurostoxx	-0,15
FTSE 100	1,53	FTSE 100	2,17
SMI	1,47	SMI	0,79
Nasdaq	4,97	Nasdaq	3,13
S & Poors 500	5,05	S & Poors 500	2,72
Dow Jones	5,12	Dow Jones	2,34
Bovespa	-1,87	Bovespa	2,16
Russie	13,69	Russie	7,61
Inde	-10,07	Inde	0,32
Hong Kong	1,62	Hong Kong	-0,16

Source : Datastream

Taux (%)		31/12/2010	31/01/2011	24/02/2011	04/03/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,38	3,44	3,49
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,52	3,51	3,66
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,15	3,13	3,29
		31/12/2010	31/01/2011	24/02/2011	04/03/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,36	1,38	1,39

Source : Datastream

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

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.