

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Quelques bonnes nouvelles ne modifient pas les fondamentaux

Aux Etats-Unis, de meilleures nouvelles qu'attendu. La révision de la croissance de 1 à 1,3 % au 2^{ème} trimestre laisse espérer au 3^{ème} une meilleure tenue qu'envisagé. L'immobilier présente une situation moins uniformément déprimée, avec une hausse de 0,8 % du prix des maisons individuelles en juillet, et en août une augmentation de 1,4 % des dépenses de construction, même si les mises en chantier chutent de 5 %.

Les commandes à l'industrie, en hausse de 2,1 % en juillet, corrigent de 0,2 % en août. En septembre, le sentiment du consommateur publié par l'Université

du Michigan s'établit à 59,4 contre 57,8 attendu, et celui des directeurs d'achat du secteur manufacturier s'améliore de 50,6 à 51,6. Les 103.000 créations d'emplois dépassent les prévisions, cependant que les chiffres décevants de juillet et d'août sont révisés en nette hausse. Début octobre, les 391.000 inscriptions hebdomadaires au chômage sont les moins nombreuses depuis 5 mois.

Jugeant que les perspectives économiques du pays se détériorent, la Réserve Fédérale (Fed) lance l'opération « twist » ; elle cède des titres courts pour acheter des titres longs (30 ans) afin d'en abaisser les taux.

En zone euro, ralentissement et crise financière se confirment. En août, le chômage se stabilise à 10 %. Le sentiment des acteurs de l'économie baisse de 98,4 à 95 points. Les ventes au détail reculent de 0,3 %, et de 1 % sur un an. Les prix augmentent de 5,9 % l'an chez les grossistes, et de 2,5 % pour le consommateur dont 1,5 % en termes sous jacents. En septembre, l'inflation estimée atteint 3 %. Les intentions des directeurs d'achat (PMI) se contractent de 50,7 à 49,1, en particulier dans les services qui avaient à ce jour bien résisté.

En Allemagne, les ventes au détail diminuent de 2,9 % en août, et les commandes à l'industrie de 1,4 %. En septembre, le sentiment des économistes (ZEW) tombe de -37,5 à -43,3, un plus bas en 3 ans. Mais celui des entrepreneurs (IFO) baisse moins qu'attendu de 108,7 à 107,5, et le chômage atteint son point le plus bas en 21 ans à 6,6 %. En octobre, le sentiment des consommateurs se stabilise à 5,2, un très bas niveau. En France au 2^{ème} trimestre, la croissance est nulle, la consommation s'effritant au profit de l'épargne. En septembre, le climat des affaires et le sentiment des ménages reculent.

En Grande-Bretagne, la banque centrale porte de 200 à 275 milliards de livres son plan de mesures quantitatives. Au chapitre de la dette publique, les agences de notation confirment la

Allianz 
Global Investors

note « AAA » de l'Allemagne, et dégrader celle de l'Italie et de l'Espagne. Mais la Grèce peine à honorer ses engagements. L'hypothèse de son défaut fragilise les banques à travers leurs portefeuilles obligataires, fige le marché interbancaire et amplifie une crise de liquidités nuisible au financement de l'activité. Inquiète, la Banque Centrale Européenne (BCE) maintient pour le moment son taux directeur, mais organise le refinancement des banques par l'octroi de facilités sans

limite à 1 an et l'achat de 40 milliards d'euros d'obligations sécurisées. La liquidation organisée de Dexia et la pression internationale convainquent les autorités européennes de recapitaliser les banques. Cette décision réveille le débat sur l'extension de la vocation du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) et de son enveloppe. **L'Inde**, inquiète de l'inflation, relève son taux directeur pour la douzième fois en 18 mois à 8,25 %. **En Chine**, le

PMI manufacturier, qu'il soit publié par HSBC ou le gouvernement, témoigne du ralentissement en cours.

Le **Fonds Monétaire International (FMI)** révisé en baisse ses prévisions de croissance mondiale en 2011 (-0,3 %) et 2012 (-0,5 %) à 4 %.

Sur les marchés, les grands indices actions rebondissent. Les taux logs remontent, et l'euro se raffermir.

Olivier Gasquet
Achevé de rédiger le 11/10/2011

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

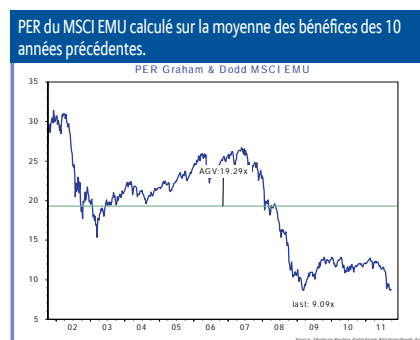
Prudence confirmée dans un environnement incertain

(Décisions du 11/10/2011)

■ **Les nouvelles publiées** confirment notre scénario d'un ralentissement de l'activité des pays développés, net mais sans récession.

Aux Etats-Unis, nous prévoyons une croissance inférieure et un risque de récession supérieur au consensus. En effet le désendettement nécessaire des agents économiques pèse durablement sur leurs dépenses.

En août, les ventes au détail déçoivent. En septembre, les indicateurs avancés demeurent compatibles avec une contraction des échanges. Néanmoins, l'amélioration des intentions des directeurs d'achat (ISM), certes marginale, et la progression des ventes automobiles en septembre devraient soutenir l'activité au 3^{ème} trimestre. L'emploi se tient un peu mieux qu'attendu, et la



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

Source : AllianzGI France - Octobre 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.

demande de crédit commercial continue de se raffermir. Mais l'inflation atteint 3,8 % en août, dont 2 % en termes sous-jacents, essentiellement du fait des loyers et de l'habillement.

En zone euro, les intentions des directeurs d'achat (PMI) en léger recul à 48,5 en septembre, annoncent un net ralentissement. L'activité devrait continuer de se détériorer jusqu'au 1^{er} trimestre 2012, avant de se redresser graduellement. L'inflation augmente de 2,5 à 3 % en septembre. Aussi la Banque Centrale Européenne (BCE) maintiendra-t-elle son taux directeur jusqu'en fin d'année. Mais devant la crise financière et le gel du marché monétaire, elle décide un très important programme de refinancement des banques.

Dans les pays émergents, l'indice PMI du secteur manufacturier et les indicateurs avancés de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) augurent un net ralentissement de l'activité au Brésil et en Inde, et une meilleure résistance en Chine. Le ralentissement du Produit Intérieur Brut (PIB), ainsi que le repli du cours des matières premières et de l'inflation, devraient conduire au maintien ou à l'assouplissement des politiques monétaires.

■ Nous sommes négatifs sur les obligations des pays développés.

Aux Etats-Unis (-2), la faiblesse de la croissance économique et l'opération « twist » devraient maintenir les taux longs à des niveaux durablement bas. Cette opération était déjà anticipée par le marché. Le début de son application et la réduction probable de l'aversion des investisseurs pour le risque nous conduisent donc à réduire la duration à court terme.

En zone euro (-2), le ralentissement de l'activité, la crise de la dette souveraine et l'anticipation d'une baisse du taux directeur d'ici à la fin de l'année ont conduit les taux longs à des niveaux très bas. Cependant, les mesures de la BCE en faveur du refinancement des banques et un retour d'appétit pour le risque devraient engager leur redres-

sement à court terme. Nous réduisons la duration ; nous sommes neutres sur l'Espagne et l'Italie.

En Grande-Bretagne (0), l'activité, déjà faible, déçoit comme ailleurs. Aussi, la banque centrale doit elle maintenir son taux directeur, et s'accommoder d'une inflation très élevée (environ 4,5 %), ainsi que des taux réels négatifs qui en résultent. Les obligations d'Etat sont chères.

Au Japon (0), la hausse du yen, les difficultés de production d'électricité, leur impact sur l'activité et l'achat d'obligations publiques par la banque centrale maintiennent les taux longs très bas, bien que l'inflation puisse se raffermir à court terme. Leur forte corrélation suggère d'arbitrer les obligations japonaises contre les obligations américaines.

■ Nous restons négatifs sur le marché des actions des pays développés.

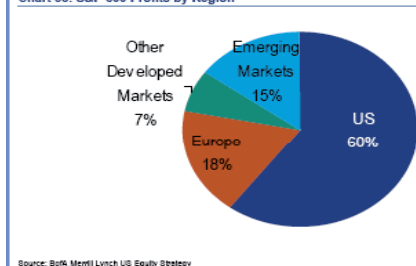
Les valorisations rejoignent ou dépassent les plus bas niveaux observés début 2009. Certes, avec le ralentissement de la croissance, la zone euro est le marché où les révisions en baisse des résultats sont les plus nombreuses. Mais elle ressort comme la moins chère du monde sur la base des bénéfices anticipés à 12 mois, de la moyenne de ceux observés depuis 10 ans, ou de la prime de risque. Cependant, le comportement à venir des marchés dépend de décisions politiques, par nature imprévisibles ; aux Etats-Unis, de la politique monétaire de la Fed et du futur plan de soutien à l'activité économique et à l'emploi ; en zone euro, de l'étendue du mandat du FESF, des modalités de recapitalisation des banques, du traitement de la dette de la Grèce ainsi que de son impact sur celles des autres pays de la zone, périphériques ou non. Seules des décisions claires peuvent restaurer la confiance. Une récession rapprocherait les valorisations de leurs moyennes à long terme.

Aux Etats-Unis (-2), la Fed devrait maintenir le statu quo devant la relative stabilité des anticipations d'inflation et une tenue de l'emploi meilleure

qu'attendu. Néanmoins, elle pourrait reprendre sa politique quantitative si le Standard & Poor's enfonçait le plancher de 1000 points. Or, les prévisions actuelles de bénéfices ne tiennent pas compte du ralentissement en cours, en particulier en Europe et dans les pays émergents à l'origine de 40 % des résultats. En dépit du traitement de la crise qui s'esquisse en zone euro, l'environnement à moyen terme ne s'améliore pas fondamentalement. Malgré un possible rebond à court terme, nous restons à l'écart.

SP 500 : répartition géographique des bénéfices des sociétés membres de l'indice

Chart 53: S&P 500 Profits by Region



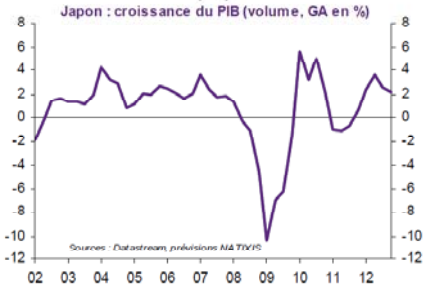
Source: BofA Merrill Lynch US Equity Strategy

Source : BoA Merrill Lynch - Octobre 2011

En zone euro (-2), les notes de l'Espagne et de l'Italie sont à nouveau dégradées. Les contours d'une solution se dessinent sur la Grèce et la recapitalisation des banques, mais l'essentiel des modalités reste encore dans l'ombre. Le ralentissement se confirme et pèse sur les bénéfices anticipés. Même si la volatilité s'atténue et si un rebond technique peut survenir, l'absence de décisions concrètes, et le délai nécessaire à l'application de celles qui seront prises, ne permettent pas un assainissement rapide de la situation. Nous restons à l'écart.

Au Japon (-2), l'activité continue de se redresser. Les entreprises sont saines et performantes. Néanmoins, son rétablissement achevé, l'industrie dépend davantage de la demande des pays émergents. A cet égard, le yen à son plus haut contre dollar depuis 65 ans, handicape les résultats à venir. Bien que très faiblement valorisé, le marché semble moins attrayant que ceux de la zone euro ou des pays émergents.

Japon : croissance du PIB observée et anticipée



Source : Datastream Natixis - Octobre 2011

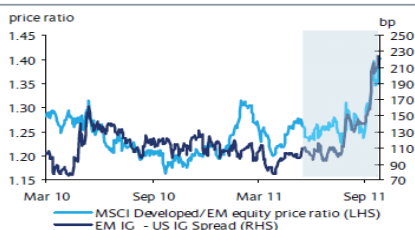
■ **Nous restons prudents sur les pays émergents.** Avec le ralentissement conjoncturel, les banques centrales suspendent le resserrement de leur politique monétaire, et acceptent le recul de leur devise. Celles du Brésil et de Turquie ont commencé à baisser leur taux directeur.

Nous maintenons la neutralité sur les obligations. Certes, la solvabilité des Etats, et l'attention des banques centrales à l'activité ainsi qu'à l'inflation, confèrent aux dettes publiques un caractère défensif. Cependant, du fait de leur aversion au risque, les investisseurs ne reconnaissent pas leur rôle de valeurs refuges. Sur l'ensemble du segment, les flux à nouveau vendeurs et l'élargissement du différentiel de taux devraient offrir ultérieurement des opportunités d'achat.

Nous demeurons neutres sur les marchés d'actions (0). Ils ont davantage souffert que ceux des pays développés, car les investisseurs occidentaux s'y intéressent moins pour construire le cœur de leur portefeuille que pour le diversifier. Les flux sont vendeurs nets, et pourraient s'amplifier si le marché se détériore davantage en Europe.

Performance relative des indices actions (MSCI) et des « spread » sur dettes « Investment Grade »

Figure 2: EM equity and credit has been underperforming developed markets

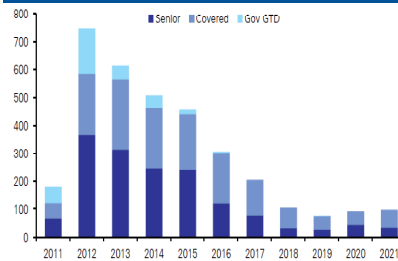


Source : Barclays Capital

Source : Barclays Capital - Octobre 2011

■ **Sur le crédit « corporate », nous demeurons neutres.** La hausse de volatilité du marché des actions gonfle les « spreads » (différentiels de rémunération par rapport au taux sans risque) offerts par les obligations privées, les obligations souveraines et les obligations bancaires subordonnées.

Profil de remboursement de la dette à terme des banques européennes, toutes devises confondues (MM €)



Source : Deutsche Bank, Deutsche Bank Analytics. 2011 redemption numbers are from 01 October 2011 to 31 December 2011.

Source : Deutsche Bank 2011 - Octobre 2011

Sur le segment « investment grade » (0), le moins risqué, les émetteurs non financiers présentent le cash flow disponible le plus élevé et le taux d'endettement le plus faible depuis 11 ans, ainsi que la trésorerie la plus abondante depuis 5 ans. Les « spreads » continuent de monter (315 points de base), mais restent en deçà de leurs plus hauts niveaux des années 2008/09. Toutefois, l'incertitude prolongée sur les remèdes à la crise, la prudence des investisseurs et le défaut de liquidité du marché nous dissuadent d'investir. Nous demeurons à l'écart des banques. L'échéancier très chargé de leurs dettes à terme entre 2012 et 2015 les fragilise, alors que la crise de solvabilité des Etats les place déjà sous pression. Sur le segment « high yield » (0), plus risqué, le « spread » continue de mon-

ter. A 1015 points de base, il anticipe une crise de liquidité, voire une récession. Or, les entreprises sont parfaitement solvables, leur taux de défaut stable et leur besoin de financement modéré. Le sentiment de marché, le défaut d'appétit de l'investisseur et la faiblesse des transactions freinent notre intérêt.

Nous devenons positifs sur les convertibles. Sauf à anticiper une récession en 2012, la santé financière des émetteurs, le niveau des marchés d'actions et l'ampleur des « spreads » nous incitent à l'achat. Toutefois, le marché demeure peu liquide.

■ **Parmi les investissements thématiques, nous privilégions toujours l'immobilier coté.** Son rendement élevé (environ 5%) est protégé par la modeste croissance du parc, la fermeté des loyers, la régularité des cash-flows et sa protection fréquente du capital contre l'inflation. Les galeries marchandes se révèlent particulièrement défensives.

Nous confirmons notre opinion positive sur les mines d'or. Leur comportement n'a pas eu le caractère protecteur que nous attendions. Néanmoins, leur cours sous valorise toujours celui du métal, dont les fondamentaux et l'actuelle crise financière devraient en soutenir le cours.

Nous restons positifs sur les infrastructures dans les pays émergents et aux Etats-Unis, les énergies alternatives, le platine, la communication digitale, l'agriculture et l'industrie forestière.

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	30/09/2011	11/10/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	1,92	2,16
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	2,61	2,90
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	1,89	2,09
		31/12/2010	30/06/2011	30/09/2011	11/10/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,34	1,36

Source : Datastream - Octobre 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Indices actions au 11/10/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)	Indices actions au 11/10/2011 Performance depuis le 21/09/2011 (%)		
CAC 40	-17,12	CAC 40	7,42
DAX 30	-15,17	DAX 30	7,94
Eurostoxx	-17,07	Eurostoxx	10,36
FTSE 100	-8,55	FTSE 100	2,03
SMI	-10,94	SMI	4,69
Nasdaq	-2,63	Nasdaq	1,77
S & Poors 500	-4,94	S & Poors 500	2,47
Dow Jones	-1,39	Dow Jones	2,62
Nikkeï	-14,23	Nikkeï	0,37
Brésil	-22,32	Brésil	-3,83
Russie	-23,45	Russie	-10,76
Inde	-19,03	Inde	-3,61
Hong Kong	-21,24	Hong Kong	-3,63

Source : Datastream - Octobre 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, AllianzGI Investments Europe¹, 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

¹ Allianz Global Investors Investments Europe est la plateforme européenne d'investissement d'Allianz Global Investors, regroupant les entités suivantes: Allianz Global Investors France S.A. (Société de Gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers, autorité de régulation en France), Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. (Société de Gestion de portefeuille agréée par Banca d'Italia, autorité de régulation en Italie), les succursales d'Allianz Global Investors Europe GmbH aux Pays Bas et à Zurich (Sociétés de Gestion de portefeuille agréées par les Autorités locales de régulation, l'Autoriteit Financiële Markten pour la succursale des Pays-Bas et l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers pour la succursale de Zurich) et enfin Aequitas GmbH (compagnie exemptée d'agrément en vertu des dispositions de la loi sur les banques « Kreditwesengesetz »).

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.