

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Une profonde crise de confiance

Aux Etats-Unis, la dette publique est dégradée. Au 2^{ème} trimestre, la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) par rapport au 1^{er} est révisée en baisse à 1 % en rythme annuel. La contribution de la consommation des ménages de 0,4 % est la plus faible depuis 2 ans, celle de l'investissement des entreprises de 1 % la plus forte. En juin, le déficit commercial augmente de 3 milliards à 53 milliards de dollars, au delà des attentes. En juillet, les ventes de logements neufs reculent encore de 0,7 %. Mais la consommation de biens durables, attendue en hausse de 2,5 %, ressort à 4,5 %. Et la consommation des ménages, après un recul de 0,2 % le mois précédent, augmente de 0,8 %. En revanche, en août, la confiance du consommateur chute de 59,2 à 44,5 points.

Comme elle l'avait annoncé, Standard & Poor's, à la différence de Fitch et de Moody's, dégrade la notation à long terme de la dette obligataire américaine de « AAA » à « AA+ ». L'agence estime qu'aucune mesure précise ne permet d'entrevoir une réduction du déficit budgétaire ni une stabilisation de l'endettement public. Ce faisant, elle réveille et amplifie la crise des dettes souveraines. Car elle jette un doute sur la pérennité du triple « A » du Royaume-Uni et de la France, voire celle du Fonds Européen de Solidarité Financière destiné à assurer le refinancement de la dette de plusieurs pays périphériques. Dans son dernier Comité de Politique monétaire (FOMC), la Fed dresse un tableau relativement sombre de la situation économique. En abaissant ses

prévisions de croissance, elle admet que le risque d'une contraction de l'activité augmente. Les investisseurs s'inquiètent d'un retour en récession, un « double dip », susceptible de justifier un 3^{ème} plan de mesures quantitatives. Mais aujourd'hui, celui-ci n'est pas encore à l'ordre du jour.

En zone euro, le moral chute plus vivement que les perspectives d'activités. En juin, les ventes au détail augmentent de 0,9 %. Les prix à la production se stabilisent. En Allemagne, principal moteur de la zone, les ventes au détail augmentent de 6,3 %, les commandes à l'industrie de 1,8 %, bien que la production industrielle recule de 1,1 %. En juillet, l'inflation cède 0,2 % à 2,5 %.

Mais en août, la confiance des investisseurs (ZEW) chute de -7 à -40, et celle des entrepreneurs de 0,45 à 0,07. Cependant, l'indice des directeurs d'achat de la zone euro (PMI) ne recule que de 0,7 point à 49,7. En Allemagne, l'indice du climat des affaires (IFO) recule de 112,9 à 108,7, et le ZEW de -15,1 à -37,6. L'indice PMI, quant à lui, stagne à 52.

Face au ralentissement de l'activité américaine, et au retour de la crise de la dette souveraine, la Banque Centrale Européenne (BCE) ne parle plus de relever son taux directeur, le plus élevé des grandes zones développées. Elle s'inquiète de la lenteur des pays de la zone à approuver les accords de juillet, des éventuelles difficultés de la Grèce à obtenir des prêteurs la conversion de leurs titres en obligations

Allianz 
Global Investors

nouvelles, de l'absence de maîtrise du déficit budgétaire grec, des difficultés de l'Italie à voter son plan d'économies budgétaires. Elle procède à l'achat régulier de dettes italiennes et espagnoles afin de juguler l'envolée de leurs taux longs, sans qu'une telle solution puisse être durable. Plus récemment, elle confirme que l'économie devrait continuer de croître à un rythme modeste, au prix d'une inflation supérieure à son objectif. Le Fonds Monétaire International (FMI) révisé ses prévisions de croissance en

2011 de 2 à 1,9% en zone euro et de 2,5 à 1,6% aux Etats-Unis, et en 2012 de 1,7 à 1,4% et de 2,7 à 2,0%. Pour l'ensemble du monde, la croissance resterait élevée, à 4,2% en 2011 et 4,3% en 2012. Au Japon les prix de gros augmentent de 2,9% en juillet. En Chine en juillet, le PMI des services recule de 54,1 à 53,5, et l'inflation se tend à 6,5%. En Inde, la croissance se modère légèrement à 7,7% au 2^{ème} trimestre. Sur les marchés, l'aversion pour le risque nourrit toujours la baisse des taux longs

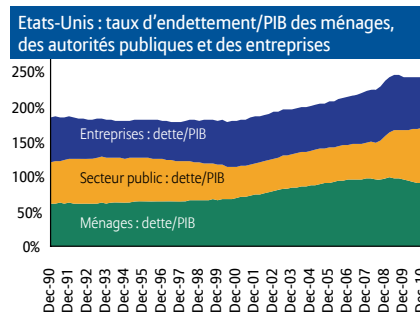
sur les emprunts des pays développés réputés les plus solvables. Les indices d'actions poursuivent leur chute, dans des proportions particulièrement fortes en zone euro et dans plusieurs pays émergents. Seuls la Suisse, les Etats-Unis et le Brésil affichent des baisses encore modérées.

Olivier Gasquet
Achévé de rédiger le 02/09/2011

Un environnement économique et politique durablement délicat (Décisions du 31/08/2011)

■ **Préliminaire.** Aux Etats-Unis, la publication en baisse du PIB au 1^{er} semestre engage à réviser les prévisions de croissance au 2nd. De fait, tous les indicateurs avancés, stocks, indices de la Banque Fédérale de Philadelphie, de l'Université du Michigan, des directeurs d'achats (ISM) atteignent des niveaux compatibles avec un début de contraction des échanges. Cependant,

la disparition des freins à la croissance observés au 1^{er} semestre, d'origine climatique et sismique (Fukushima), devrait contribuer à soutenir l'activité au 2nd. A moyen terme, le désendettement nécessaire des acteurs économiques freinera leurs dépenses, alors qu'aucune mesure de politique budgétaire, fiscale et monétaire ne pourra plus soutenir l'activité. Une croissance



Source : Réserve Fédérale - Septembre 2011

Sous-pondération			Sur-pondération		
-4	-2	0	+2	+4	
Taux					
Investment Grade Euro	↔	-2	High Yield 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
			Convertibles	↔	0
			Dettes Emergentes	↔	+2
Actions					
UK	↔	-2	Pays émergents	↔	0
Zone euro	↔	-2	Matières Premières	↔	0
Japon	↔	-2			
US	↔	-2			
			Immobilier coté	↔	+2
			Volatilité	↔	+2
Euro/Dollar			0		

Source : AllianzGI France - Septembre 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.

durablement faible se profile donc, insuffisante à réduire le chômage, plus fragile, vulnérable à des chocs divers.

En zone euro, les prévisions de croissance sont également réduites. Même si la confiance des investisseurs en Allemagne (ZEW) et des entrepreneurs (IFO) diminue fortement, les indices des directeurs d'achat dans l'ensemble de la zone résistent et semblent confirmer une croissance toujours positive. Cependant, sauf à progresser plus rapidement sur la voie d'une intégration fiscale et budgétaire, ou à augmenter les fonds prévus pour refinancer la dette des pays périphériques, la crise de la dette souveraine est appelée à durer.

Dans les pays émergents, croissance et inflation sont à leur point haut. Bien que les politiques monétaires puissent être encore resserrées, l'activité devrait rester élevée sauf récession des pays développés.

■ **Nous demeurons neutres sur les obligations.** Dans un environnement très volatil, la solvabilité des grands Etats émetteurs fait encore de leurs obligations l'un des investissements les plus sûrs. Cependant, sauf au Japon, les taux réels sont devenus négatifs.

Aux Etats-Unis (0), le scénario d'une croissance molle augmente le risque d'une évolution négative. En août, les créations d'emplois et les anticipations des directeurs d'achat (ISM) sont médiocres. Elles obligent la Fed à maintenir ses taux directeurs, en dépit d'une inflation élevée, stable à 3,6%, mais toujours croissante en termes sous-jacents à 1,8%. Les taux longs ayant rejoint leur plus bas historique (2%), le taux réel est négatif. Nous sommes neutres en durée et achetons sur toute remontée des taux.

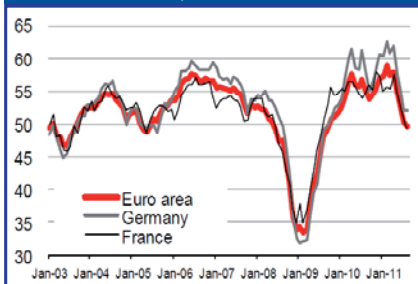
En zone euro (0), l'inflation faiblit à 2,5%, mais reste supérieure à l'objectif de la BCE. La révision en baisse des perspectives de croissance et le regain de vigueur de la crise de la dette souveraine repoussent toute nouvelle hausse du taux directeur au-delà d'un horizon prévisible. En l'absence d'une réduction

structurelle des déficits budgétaires et de l'endettement public, le Bund devrait rester proche de son point bas historique, déjà atteint en 2008. Nous restons neutres en termes de durée, et achetons sur toute remontée des taux.

Au Royaume-Uni (0), le ralentissement de l'activité des pays développés rend très improbable une hausse du taux directeur, malgré une inflation toujours élevée. Les taux réels sont très négatifs.

Au Japon (0), la hausse du yen, l'achat d'obligations publiques par la banque centrale, les difficultés de production d'électricité et leur impact sur l'activité, expliquent le très bas niveau des taux longs. L'inflation pourrait se raffermir à court terme. Eu égard à leur forte corrélation, nous arbitrons les obligations japonaises contre les obligations américaines.

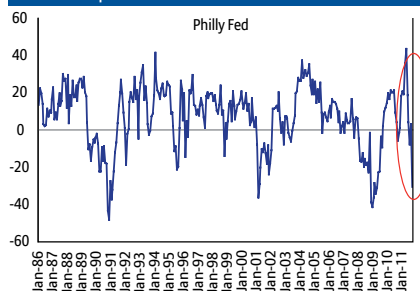
Zone euro : les intentions des directeurs d'achat (PMI) semblent atteindre un point de retournement



Source : HSBC - Septembre 2011

■ **Nous devenons négatifs sur les actions de tous les marchés développés.** Les multiples de valorisation (PER) sont désormais très proches des plus bas observés en 2009. Cela est particulièrement vrai en zone euro de ceux calculés à partir des bénéfices anticipés à 12 mois, et plus encore de la moyenne de ceux observés au cours des 10 dernières années (Graham & Dodd). La chute des marchés d'actions et la baisse des taux longs propulsent la prime de risque à des niveaux proches de ceux observés début 2009, voire supérieurs en zone euro. Cependant, la révision en baisse du profil de la croissance, la fragilité qu'elle induit, et l'incapacité des structures politiques à traiter la crise budgétaire créent un environnement durablement risqué.

Etats-Unis : une forte chute de l'indice de la Fed de Philadelphie



Source : Bloomberg - Septembre 2011

Aux Etats-Unis (-2), en août, la contraction des intentions des directeurs d'achat (ISM) et de l'indice de la Fed de Philadelphie est brutale. Début septembre, la publication des créations d'emplois et du nouvel indicateur ISM confirment un profil de croissance particulièrement faible. Or, à son prix actuel, le marché anticipe davantage un ralentissement qu'un retour en récession. Nous privilégions donc la prudence, et restons à l'écart en dépit d'une configuration technique favorable à un rebond.

En zone euro (-2), le ralentissement de la croissance américaine, la crise de la dette souveraine et la chute des marchés financiers ont davantage meurtri le moral des acteurs économiques en Allemagne qu'affecté l'activité. La volatilité s'est à nouveau rapprochée de ses points les plus hauts. Différentes approches montrent que les actions européennes sont les plus faiblement évaluées au monde. Si leurs cours anticipent une récession ou un risque systémique, pour l'instant étrangers à nos prévisions, notre perception de la conjoncture américaine nous recommande la prudence.

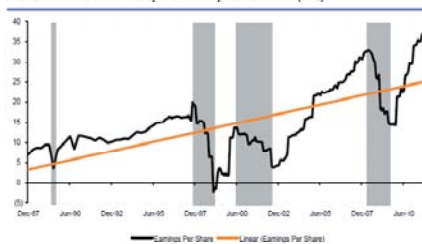
Au Japon (-2), la production industrielle se rétablit rapidement des conséquences du désastre de Fukushima. Mais l'activité demeure toujours en deçà des niveaux atteints lors du séisme, et la croissance, fragile, reste très dépendante de la demande étrangère. En dépit d'une prime de risque exceptionnelle (9,1%) s'appuyant sur les taux longs les plus bas du monde, la valorisation du marché est moins attrayante que celle de la zone euro ou des marchés émergents. Les résultats

publiés n'apportent aucun élément convaincant, alors que la réévaluation du yen à des niveaux inconnus handicape leur croissance future.

■ **Nous demeurons favorables aux dettes des pays émergents.** Les économies et marchés de ces pays peuvent souffrir du ralentissement de l'activité des pays développés, et de la crise de la dette souveraine. Leurs indices des directeurs d'achat (PMI) continuent de s'effriter en dessous de 50, sauf en Inde où ils baissent rapidement. Certes, la croissance du crédit reste forte et l'inflation élevée. Les politiques monétaires, le ralentissement de la demande et le recul du prix de l'énergie contribueront à les infléchir.

Pays émergents : Asie hors Japon : profil de croissance bénéficiaire sur longue période

Chart 8 : MSCI Asia Pac ex Japan EPS and past recessions (US\$)



Source: MSCI, Bloomberg, RBS

Source : MSCI, Bloomberg, RBS - Septembre 2011

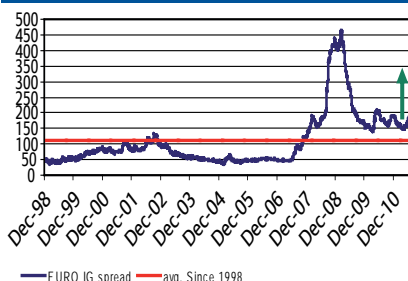
Aussi, demeurons-nous acheteurs d'obligations publiques (+2), au regard de leur caractère défensif. En effet, les Etats présentent des situations financières saines. Si l'activité et l'inflation sont au plus haut, les banques centrales les surveillent étroitement et sont prêtes à agir. En revanche, nous sommes neutres sur les dettes d'entreprise. Leurs rémunérations sont comparables aux obligations d'Etat, mais leurs risques supérieurs.

Nous sommes neutres sur les actions (0). Une récession comparable à la moyenne des quatre dernières pourrait justifier une baisse supplémentaire des marchés de 20 %.

■ **En ce qui concerne le crédit « corporate », nous devenons négatifs sur l'« investment grade » (-2).** En effet, les « spreads » (différentiels de taux) retrouvent des niveaux très élevés (266 points de base), toutefois inférieurs à ceux d'il y a 2/3 ans. Mais le caractère

récurrent de la crise de la dette souveraine dans les pays périphériques, son impact sur les banques et les assurances, très présentes dans ce segment de la dette privée, nous en tiennent à l'écart.

Dettes « corporate Investment Grade » : spread de taux par rapport aux obligations d'Etat (moyenne sur longue période en rouge)



Source : Merrill Lynch - Septembre 2011

Le segment « high yield » (0), plus risqué, car plus sensible par nature à un ralentissement de la croissance, a davantage souffert. Cependant, les besoins de financement des emprunteurs sont faibles, leur solvabilité solide et leur taux de défaut stable. A 877 points de base, les « spreads » anticipent une récession, voire une crise de liquidité. Le retrait des investisseurs et la faiblesse des transactions modèrent notre intérêt.

Nous sommes également prudents sur les convertibles (0). En dépit de

fondamentaux plutôt intéressants, la révision en baisse de la croissance de l'économie, et donc des bénéfices, la chute des marchés d'actions, la hausse des « spreads » sur les dettes privées, et la faible liquidité du marché dessinent un environnement peu favorable.

■ **Parmi les thématiques,** nous gardons un intérêt pour l'immobilier coté. Son rendement élevé (environ 5 %), protégé par la fermeté de la demande et des loyers, la régularité de ses cash-flows et sa protection fréquente du capital contre l'inflation le justifient.

Nous réitérons notre intérêt pour les mines d'or. En effet, leur cours ne reflète pas la récente envolée du métal. A la faveur de la récente crise boursière et du doublement annoncé des achats chinois en 2011, l'onçe à plus de 1800 dollars se rapproche de son niveau historique de janvier 1980 corrigé de l'inflation, soit 1967 dollars.

Nous restons positifs sur les énergies alternatives, le platine, les infrastructures, la communication digitale, l'agriculture et l'industrie forestière, sans qu'aucun élément vraiment nouveau mérite d'être mentionné.

Indices actions au 31/08/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 31/08/2011 Performance depuis le 02/08/2011 (%)	
CAC 40	-14,37	CAC 40	-7,55
DAX 30	-18,54	DAX 30	-15,97
Eurostoxx	-17,99	Eurostoxx	-9,55
FTSE 100	-8,56	FTSE 100	-5,64
SMI	-14,11	SMI	-0,03
Nasdaq	-2,71	Nasdaq	-3,37
S & Poors 500	-3,10	S & Poors 500	-2,79
Dow Jones	+0,75	Dow Jones	-2,13
Nikkeï	-13,08	Nikkeï	-9,08
Brésil	-18,48	Brésil	-1,42
Russie	-3,13	Russie	-13,51
Inde	-18,57	Inde	-8,37
Hong Kong	-10,85	Hong Kong	-8,42

Source : Datastream - Septembre 2011

Taux (%)		31/12/2010	30/06/2011	02/08/2011	31/08/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,16	2,61	2,23
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,41	3,19	2,91
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,01	2,41	2,18
		31/12/2010	30/06/2011	02/08/2011	31/08/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,45	1,42	1,44

Source : Datastream - Septembre 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

Toutes les données indiquées dans ce document ont pour sources : Datastream, HSBC, Reuters, Bloomberg, MSCI, RBS, Merrill Lynch, Réserve Fédérale, AllianzGI Investments Europe, AllianzGI France.

Pour consulter l'ensemble de nos publications, cliquez sur le lien de notre site.

<http://www.allianzgi.fr/presse/nos-publications/>

Allianz Global Investors France

Société Anonyme au capital de 10.159.600 euros. RCS Paris 352 820 252.

Société de gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le n° GP 97 063.

Siège social : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09.

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.