

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Les marchés ajustent à la baisse leurs anticipations

Aux Etats-Unis, un ralentissement de la croissance se profile.

Certes, 73 % des résultats publiés pour le 1^{er} trimestre dépassent les prévisions. Mais en mars, le déficit commercial se creuse à 49 milliards de dollars, davantage qu'attendu. En avril, l'indice ISM (Institute for Supply Management) composite des intentions des directeurs d'achat recule fortement, de 58,1 à 54,3, en particulier dans les services. En dépit de 268.000 créations d'emplois, les plus élevées depuis 5 ans, le chômage progresse de 8,8 % à 9 % avec la hausse de la population active. En

avril, l'inflation atteint 3,2 % sur 12 mois, dont 1,3 % hors alimentation et énergie.

En mai, l'indice Empire State de l'activité manufacturière chute de 21,7 à 11,9.

En zone euro, le dynamisme semble devoir se modérer.

Au 1^{er} trimestre, après le ralentissement dû aux intempéries de la fin d'année, la croissance surprend favorablement à 0,8 %, dont 1,5 % en Allemagne et 1 % en France. La Commission européenne relève donc sa prévision de croissance à 1,8 % en 2011.

Cependant en mars, l'énergie et les biens d'équipement, en particulier l'automobile, font reculer la production industrielle de 0,2 % (+5,3 % en 12 mois). Les prix à la production augmentent de 6,7 % sur 12 mois. En avril, dans le secteur manufacturier en vive croissance, les intentions des directeurs d'achat augmentent de 57,5 à 58. Mais en mai, le moral des investisseurs baisse à nouveau, de 14,2 à 10,9.

Comme aux Etats-Unis, l'inflation atteint un point haut à 2,8 % en avril, dont 1,6 % en termes sous-jacents.

En Allemagne en mars 2011, l'excédent commercial de 15,2 milliards de dollars dépasse largement les prévisions. Mais les commandes à l'industrie, en particulier de biens d'équipement, reculent de 4 %. En avril, les intentions des directeurs d'achat montent nettement de 60,9 à 62. Il en est également ainsi en France. Mais en mai, l'indice ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) du sentiment des économistes chute de 7,6 à 3,1.

Dans les pays émergents, l'activité se tempère.

En Chine en avril 2011, l'excédent commercial 4 fois supérieur aux attentes et l'indice des directeurs d'achat dans les services témoignent d'une croissance encore forte. Cependant, le renforcement graduel et continu du yuan contre dollar et le ralentissement de la

Allianz 
Global Investors

masse monétaire contribuent à juguler l'inflation (-0,1 % à 5,3 %). Les évolutions sont similaires dans les autres pays émergents.

Les acteurs financiers renversent leurs anticipations.

En effet, la BCE (Banque Centrale Européenne), très attentive aux tensions sur

les prix, diffère le relèvement de son taux directeur. La surprise qu'elle provoque, l'inquiétude d'une remontée des taux longs au terme du 2nd plan de mesures quantitatives aux Etats-Unis et la modération de la croissance dans les pays émergents renversent les tendances de marché. Le dollar se rétablit contre euro de 1,49 à 1,43, et les matiè-

res premières se retournent à la baisse. Le pétrole brut corrige ainsi de 125 à 115 dollars le baril, l'or de 1544 à 1490 dollars l'once, le cuivre de 9370 à 8860 dollars la tonne, suivis de nombreux autres métaux.

Olivier Gasquet
Achevé de rédiger le 19/05/2011

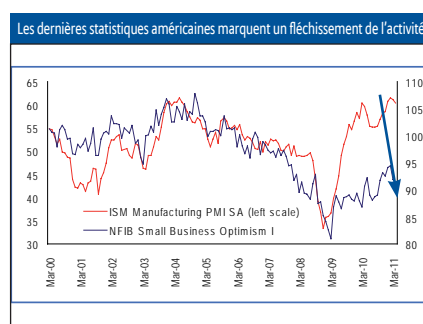
Jouer toujours prudemment le risque « entreprise » (Décisions du 24/05/2011)

Nous restons acheteurs d'actions aux Etats-Unis, sur l'immobilier coté et indirectement à travers les obligations convertibles. Dans l'univers des taux, nous devenons positifs sur les obligations émergentes.

■ Nous demeurons fondamentalement négatifs sur les taux longs, sauf remise en cause du scénario de reprise.

Aux Etats-Unis (-2), les dernières données économiques publiées laissent

entrevoir une modération de l'activité. Tout en restant accommodante, et sans donner d'indications claires sur la suite du second train de mesures quantitatives, la banque centrale s'inquiète des tensions inflationnistes. Néanmoins, la volatilité des taux à 10 ans en demeurant modérée, semble confirmer la poursuite de leur redressement, sauf remise en cause du profil de croissance. Nous restons donc vendeurs de titres jusqu'à autour de 3,15 %. Nous continuons à vendre



Source : Datastream - Mai 2011

l'écart de taux entre les obligations américaines et allemandes.

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

Source : AllianzGI France - Mai 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.

En zone euro (-2), les statistiques publiées pour le 1^{er} trimestre sont bonnes, mais les taux longs continuent à diverger entre les pays réputés les plus sûrs, l'Allemagne et la France, et les « *périphériques* », la Grèce en particulier dont la restructuration de la dette fait débat. Alors que l'inflation approche 3 % l'an, la BCE reprendrait en juin le relèvement de son taux directeur pour le porter à 2 % d'ici à la fin de l'année. Nous demeurons donc vendeurs d'obligations à 10 ans jusqu'aux alentours de 3,0%. Par ailleurs, nous continuons à jouer le resserrement de la courbe sur le segment de 2 à 10 ans, et renforçons notre pondération sur l'Espagne et l'Italie dont les fondamentaux s'améliorent.

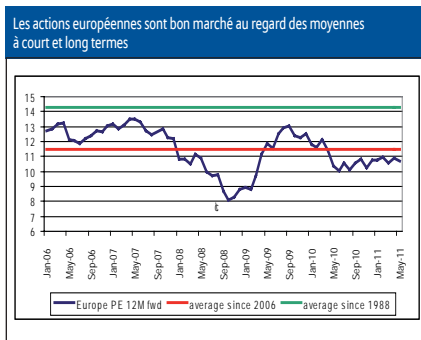
Au Royaume-Uni, nous demeurons neutres (0). La croissance déçoit au 1^{er} trimestre, alors que l'inflation, de 4 % en mars, pourrait atteindre 5 % en cours d'année. Bien que les taux longs anticipés par le marché soient trop bas au regard des fondamentaux, le conseil de la banque centrale reste divisé sur l'opportunité de resserrer sa politique monétaire.

Nous sommes neutres sur le marché japonais (0). Les taux longs sont maintenus à un très bas niveau, sans doute grâce à la hausse du yen et à la baisse des matières premières. Leur forte corrélation avec les taux longs américains et l'ampleur des capitaux nécessaires à la reconstruction justifient notre réserve.

■ **Hormis aux Etats-Unis, nous restons neutres sur les marchés d'actions des pays développés en dépit d'évaluation toujours très modérées.**

Aux Etats-Unis (+2), 73 % des résultats trimestriels du S&P 500 ont dépassé les prévisions. Bien que, les révisions en hausse des bénéfices pour le reste de l'année soient désormais très faibles, les résultats publiés au titre du 2^{ème} trimestre ne devraient pas décevoir. En effet, le ralentissement actuel ne remet pas en cause la croissance, soutenue par les politiques monétaire et budgétaire.

En zone euro (0), après un excellent 1^{er} trimestre, les commandes de biens manufacturés sont plus faibles qu'attendu. Il en est de même de la consommation et des ventes au



Source : Allianz Global Investors Investment Europe - Mai 2011

détail, qui souffrent de la très grande modération des salaires et de la reprise de l'inflation. La progression des bénéfices attendue en 2011 est revue en baisse. La volatilité actuelle paraît très basse eu égard au risque d'un resserrement trop rapide de la politique monétaire, d'une consolidation budgétaire trop énergique ou de la faillite d'une institution financière. Nous adoptons donc la prudence.

Au Royaume-Uni, nous sommes également neutres (0). La sensibilité des actions britanniques à la marche de l'économie mondiale leur permet d'afficher une croissance bénéficiaire remarquable (+17,8 % en 2011). Cependant, les fondamentaux économiques sont toujours aussi délicats. La dureté du plan d'austérité, la reprise de l'inflation et le réveil attendu de la politique monétaire nous tiennent à l'écart.

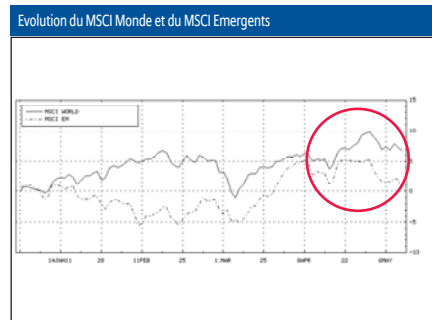
Le Japon (0) offre la valorisation la plus attrayante de tous les grands marchés. La progression bénéficiaire y est sûre. Cependant, aucune nouvelle ne nous incite à investir pour le moment. Les investisseurs restent vendeurs.

■ **Dans les pays émergents, nous devenons positifs sur les obligations (+2) et neutres (0) sur les actions.**

Nous sommes acheteurs du marché obligataire (+2). En effet, l'inflation, soutenue par le renchérissement des matières premières, devrait reculer devant les mesures prises par les ban-

ques centrales afin d'y remédier. Aussi, le niveau de rémunération actuel paraît d'autant plus attrayant que les devises locales disposent d'un potentiel de réévaluation. On observe d'ailleurs que les flux d'achat semblent conduits par une perspective de long terme.

Nous devenons neutres sur les actions (0). Parallèlement au durcissement monétaire, la croissance se modère, en particulier en Chine. La performance boursière depuis le début de l'année est décevante par rapport au reste du monde. C'est particulièrement le cas en Russie à la suite du récent recul des matières premières. Les flux d'investissement se tarissent, et les signaux techniques sont incertains.



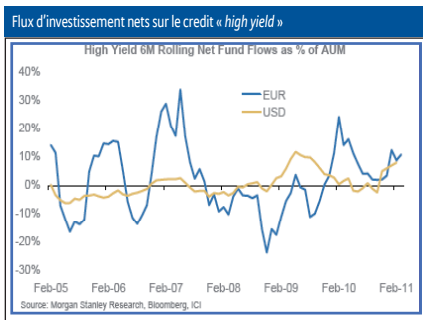
Source : HSBC Global Asset Management - Mai 2011

■ **Dans le domaine du crédit en zone euro, nous restons favorables (+2) au segment « *high yield* », aux convertibles et aux obligations bancaires senior.**

Nous sommes neutres (0) sur le segment « *investment grade* », le mieux noté. Sa résistance lors de la récente crise a montré la confiance que lui accorde l'investisseur. Ayant recouvré leur aisance financière, les émetteurs reprennent leurs investissements et le versement de leurs dividendes. Ils empruntent donc à nouveau sur le marché, alors que la politique monétaire est en voie de se durcir. En dépit de leur rémunération plus élevée, nous restons à l'écart des financières, toujours fragiles, en particulier du fait de la détention d'actifs émis par les pays périphériques.

Nous restons intéressés par le segment « *high yield* » (+2), le plus risqué. Les rémunérations sont toujours éle-

vées au regard du taux de défaut observé. Les entreprises continuent à se désendetter, et à améliorer leur notation financière. Leurs nouvelles émissions sont davantage consacrées au refinancement, et donc à l'amélioration de l'exploitation, qu'à des acquisitions.



Source : Morgan Stanley Research/Bloomberg - Mai 2011

Nous nous intéressons toujours aux obligations bancaires « senior » (+2). Leur rendement est élevé, leur taux est indexé à une référence variable, le nantissement d'actif sécurise le capital, les comptes d'exploitation s'améliorent et le risque de défaut diminue. Nous maintenons notre intérêt sur les convertibles (+2). L'amélioration de l'exploitation des entreprises, la rémunération actuelle, la contraction des « spreads » (différentiels de taux), la faible volatilité et la sensibilité au redressement des marchés d'actions sont autant d'attraits.

■ Parmi les actifs de diversification, nous privilégions toujours l'immobilier d'entreprise.

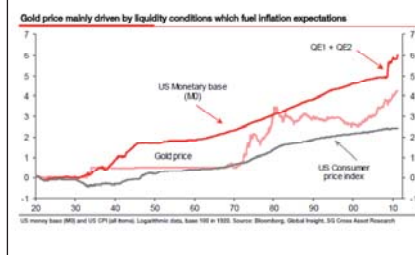
L'immobilier coté (+2), essentiellement investi en locaux d'entreprises, offre un rendement élevé (de 4,5 à 5%). Le taux de vacance est faible, les loyers fermes, leur potentiel de réévaluation réel au regard du nombre modéré de livraisons à venir. Il offre enfin une appréciable protection contre l'inflation.

Nous restons positifs sur le platine, dont 80% de la production est concentrée en Afrique australe, et dont la demande croissante procède de la diffusion de normes environnementales. Il en est de même des

énergies alternatives : la disparition des subventions fiscales crée des surcapacités, transitoires au regard de l'accélération de la demande américaine, du renchérissement du pétrole et de la crise de l'énergie nucléaire. Nous sommes également positifs sur les infrastructures et les matières premières agricoles et forestières. Les pays émergents soutiennent la demande, mais leurs performances déçoivent depuis le début de l'année.

Nous restons neutres sur l'énergie (0), après son récent repli. Alors que le rapport entre l'offre et la demande est tendu, la seconde pâtit du ralentissement de l'activité mondiale et du recul de la spéculation. Dans la mesure où elle pèserait sur la croissance, nous sommes vendeurs sur toute nouvelle hausse. Nous sommes également neutres sur l'or, sensiblement suracheté sur le plan technique, sur le traitement de l'eau, la fabrication de médicaments génériques et les biotechnologies.

Le cours de l'or dépend de la création de liquidités et des anticipations d'inflation



Source : Bloomberg/SG Cross Asset Research - Mai 2011

Nous sommes plutôt vendeurs de métaux de base. Leurs cours sont vulnérables à la remontée des taux et à son impact sur l'activité de construction, en particulier dans les pays émergents.

En gestion alternative, nous sélectionnons les stratégies fondées sur la volatilité, toujours faible en dépit des multiples incertitudes, sur les arbitrages d'indices, parfaitement adaptés aux environnements incertains, et sur celles qui exploitent les situations spéciales engendrées par la reprise des fusions-acquisitions.

Indices actions au 19/05/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 19/05/2011 Performance depuis le 30/04/2011 (%)	
CAC 40	5,86	CAC 40	-1,93
DAX 30	6,42	DAX 30	-2,08
Eurostoxx	3,50	Eurostoxx	-4,01
FTSE 100	0,95	FTSE 100	-1,88
SMI	1,89	SMI	0,28
Nasdaq	6,42	Nasdaq	-1,75
S & Poors 500	6,84	S & Poors 500	-1,47
Dow Jones	8,88	Dow Jones	-1,60
Bovespa	-10,01	Bovespa	-5,69
Russie	5,02	Russie	-8,28
Inde	-11,31	Inde	-5,24
Hong Kong	0,56	Hong Kong	-2,35

Source : Datastream - Mai 2010

Taux (%)		31/12/2010	31/03/2011	30/04/2011	19/05/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,45	3,29	3,17
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,71	3,57	3,51
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,35	3,21	3,08
		31/12/2010	04/03/2011	31/03/2011	19/05/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,41	1,48	1,43

Source : Datastream - Mai 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 Global Asset Management, Reuters, Boursorama, Bloomberg, Natixis, JP Morgan, Morgan Stanley Research, SG Cross Asset Research, 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

© 2010 Allianz Global Investors

All rights reserved

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.