

Allocation tactique

Lettre mensuelle



Des marchés toujours résistants

En dépit de craintes sur l'état des finances publiques, la tenue de l'activité et les résultats trimestriels d'entreprises soutiennent les marchés d'actions.

■ Aux Etats-Unis, la dette publique s'invente dans l'esprit des investisseurs. Dans son « *beige book* » mensuel, la Fed (Federal Reserve) prend acte du redressement continu de l'économie, mais aussi de la pression sur les prix induite par la hausse des matières premières. En mars, l'inflation progresse de 2,1 % à 2,7 % en taux annualisé. La production industrielle augmente de 0,8 % et le taux d'utilisation des capacités de production atteint 77,4 %. Les indicateurs avancés continuent de progresser. En

avril, si l'indice manufacturier de la Fed de Philadelphie chute de 43,4 à 18,5, le sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan s'améliore de 67,5 à 69,6. Sur les marchés financiers, les entreprises publient des chiffres trimestriels satisfaisants et des prévisions encourageantes.

En concédant 40 milliards de dollars de coupes budgétaires, le Président Obama obtient un relèvement du plafond de la dette fédérale. Puis, il communique son plan de réduction du déficit public à 2,5 % du PIB en 2015. Cependant, le Fonds Monétaire International (FMI) fait part de ses doutes et Standard & Poor's place la notation du pays sous perspective négative.

■ En zone euro, la reprise modérée se confirme et justifie le début d'un resserrement monétaire. La BCE (Banque Centrale Européenne), qui relève comme annoncé son taux directeur à 1,25 %, « *surveille attentivement les risques haussiers sur la stabilité des prix* ». Elle observe le raffermissement de l'inflation de 2,4 % à 2,7 % en mars, et l'absence d'effet sensible de « *second tour* ». Mais elle continue de pourvoir sans limite aux besoins en liquidités des banques, par ailleurs soumises à des tests de résistance à une éventuelle récession. En février, la production industrielle progresse de seulement 0,4 %, soit de 7,3 % sur un an. En avril, la confiance des consommateurs, toujours faible, s'améliore. L'indice composite des directeurs d'achat progresse légèrement à partir de niveaux déjà élevés. Les instituts de prévisions économiques français, allemand et italien attendent au 1^{er} trimestre une croissance de 0,5 %, et de 0,4 % aux 2^{ème} et 3^{ème}. Ils prévoient sur la période une consommation faible (+0,2 %), un marché du travail atone et une inflation de 2,6 %, avec de fortes disparités nationales.

En Allemagne, l'excédent commercial augmente de 2 milliards de dollars en février à 12,1 milliards. En France en avril, le climat des affaires se stabilise dans l'industrie et s'améliore toujours dans les services.

Allianz 
Global Investors

L'enquête Markit¹ auprès des directeurs d'achat confirme un bon niveau d'activité.

Au chapitre des dettes publiques, les dégradations successives de sa note propulsent ses taux à des niveaux tels que le Portugal doit solliciter l'aide européenne. Malgré le démenti d'une

restructuration, les taux de la dette grecque s'envolent. En revanche, Madrid et Rome parviennent à améliorer leurs conditions d'emprunt.

■ Dans les pays émergents, le FMI juge insuffisantes les mesures destinées à refroidir l'activité et freiner l'afflux de capitaux. En Chine, où la croissance

atteint 9,7 % au 1^{er} trimestre et l'inflation 5,4 %, la banque centrale remonte le taux de réserves obligatoires des banques pour la 7^{ème} fois en 6 mois, et poursuit progressivement la réévaluation du yuan.

¹ <http://www.markit.com>

Jouer prudemment le risque « entreprise » (Décisions du 02/05/2011)

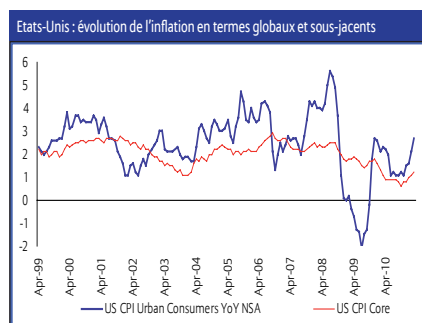
L'impact des catastrophes survenues au Japon, des troubles politiques dans les pays arabes et de la crise financière de certains membres de la zone euro nous incitent à jouer le risque d'entreprise à travers les dettes « high yield » et les obligations convertibles.

■ Nous restons fondamentalement négatifs sur les taux longs.

Aux Etats-Unis (-2), l'activité au 1^{er} trimestre est révisée en baisse, mais devrait rester supérieure à son potentiel au delà. L'optimisme du consommateur et des petites entreprises s'effrite, mais les indicateurs avancés

évoluent favorablement. La conjoncture se caractérise par une accélération de l'inflation observée et anticipée, un recul du chômage lent mais régulier, une reprise de la distribution de crédits commerciaux, et une probable stabilisation du secteur immobilier en termes de transactions et de prix.

La Fed pourrait donc bientôt ne plus mentionner le caractère « durable » de sa politique monétaire « accommodante », avant de relever son taux directeur en fin d'année. Or, malgré l'incertitude sur les suites du second plan de mesures quantitatives, les taux longs restent bas. Aussi, eu égard à la faiblesse des



Source : Reuters - Mai 2011

taux réels à 10 et 30 ans, anticipons-nous un redressement de la courbe des taux et une pentification accrue du segment de 2 à 10 ans.

En zone euro (-2), la fermeté des indicateurs avancés en avril justifie le

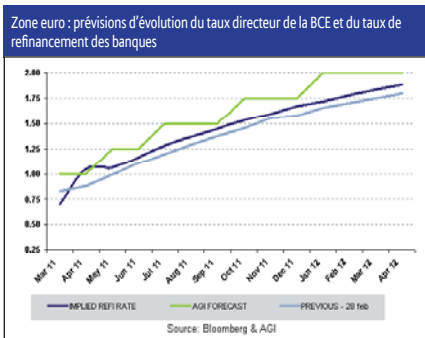
Sous-pondération ←			→ Sur-pondération		
-4	-2	0	+2	+4	
Taux					
État 10 ans US	↔	-2	État 10 ans Japon	↔	0
État 10 ans Zone euro	↔	-2	État 10 ans UK	↔	0
			Indexées inflation €	↔	0
			Investment Grade Euro	↔	0
			Dette Emergente	↔	0
			Convertibles	↔	+2
			High Yield Euro	↔	+2
Actions					
			Zone euro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

maintien des prévisions de croissance. Le crédit reprend. Cependant, la BCE juge l'inflation supérieure à son objectif, tant en termes globaux (2,7 % en mars) que sous-jacents (1,3 %). Aussi commence-t-elle à resserrer sa politique monétaire, en dépit de l'hétérogénéité des situations nationales et des graves difficultés de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. Nous anticipons une remontée de la courbe des taux, en même temps qu'un resserrement du différentiel entre 2 et 10 ans.



Source : Bloomberg, AllianzGI Investments Europe - Mai 2011

Au Royaume-Uni (0), la croissance attendue est révisée en baisse et l'inflation en hausse, du fait du programme d'austérité budgétaire et du relèvement de la TVA. La banque centrale ne devrait donc pas modifier sa politique monétaire avant l'été.

Au Japon (0), l'activité est désorganisée par les récentes catastrophes naturelles et nucléaires. La reconstruction devrait ranimer la croissance et réveiller les prix des matières premières et de l'alimentation.

■ Nous demeurons majoritairement neutres (0) sur les marchés d'actions des pays développés.

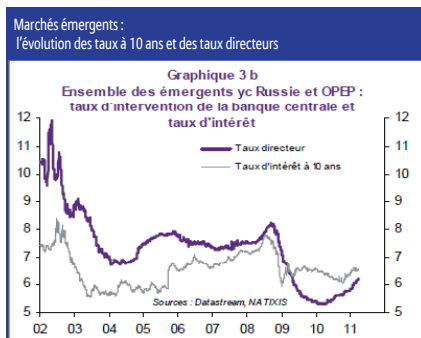
Nous sommes positifs sur le marché américain, où le multiple de valorisation des bénéfices est inférieur de 10 % à sa moyenne sur 50 ans et la prime de risque égale au double de sa moyenne à long terme. 82 % des résultats trimestriels publiés fin avril dépassent les prévisions. L'activité devrait continuer de bénéficier du maintien d'une politique monétaire accommodante, de la fermeté de la croissance mondiale et de l'orientation du dollar. Les flux d'investissement reprennent.

En zone euro (0), les intentions des directeurs d'achat dépassent les prévisions, les chiffres macro économiques excèdent les attentes, les anticipations de croissance des bénéficiaires se confirment, et les fusions acquisitions reprennent. Le multiple de valorisation est le plus faible de tous les grands marchés, et la prime de risque compte parmi les plus élevées. Cependant, l'atonie des flux d'achat, le resserrement monétaire en cours, l'hétérogénéité et la fragilité de la zone, le recul de la volatilité alors que les indices approchent de leur point le plus haut depuis 30 mois, nous inspirent une certaine réserve.

Au Royaume-Uni (0), les sociétés souffrent peu des mesures fiscales et budgétaires, mais tirent davantage profit de la croissance mondiale et du redressement de certaines activités. Cependant, l'absence d'avantage en termes de valorisation, l'inflation élevée et le resserrement monétaire qu'elle justifie nous incitent à la neutralité.

Le Japon (0) offre la valorisation la plus attrayante des grands marchés, en particulier en termes de prime de risque. Cependant, le flux continu de mauvaises nouvelles nous incite à différer d'investir.

■ Dans les pays émergents, nous demeurons neutres (0) sur les obligations et les actions.



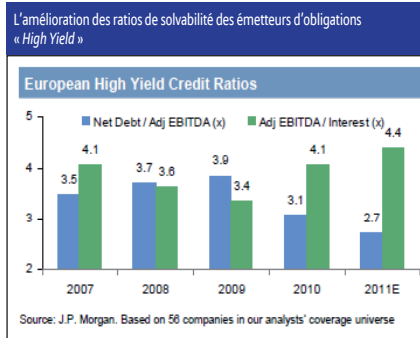
Source : Datastream & Natixis - Mai 2011

Certes, la production industrielle et le PIB (Produit Intérieur Brut) retrouvent un rythme de croissance proche de celui observé avant la crise. Cependant, les prix industriels et alimentaires continuent à gonfler l'inflation, et à justifier les mesures de resserrement

monétaire en cours. Sur le marché des actions, les valorisations sont modérées, mais les primes de risque plus faibles qu'ailleurs. Le momentum paraît faiblir, et les investisseurs étrangers réduisent leurs positions.

Sur le marché obligataire, le niveau des taux est intéressant, mais vulnérable à une hausse du risque inflationniste. En dépit du potentiel de réévaluation de certaines devises, le flux d'investissement se tarit également.

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



Source : JP Morgan - Mai 2011

Avec la reprise, les sociétés relancent leurs investissements, reprennent leur croissance externe et augmentent leurs dividendes. Elles mettent ainsi un terme à leur désendettement, alors que le resserrement de la politique monétaire et la crise de solvabilité de certains pays de la zone sont des facteurs de risque. Nous sommes neutres (0) sur le segment « investment grade », c'est-à-dire le plus sûr, au regard de sa valorisation. Cependant, malgré la vulnérabilité des banques à l'environnement financier actuel, nous nous intéressons toujours à leurs obligations « senior » (+2). La restauration de leurs ratios prudentiels par le renforcement des capitaux propres et l'allègement des bilans, l'indexation de la rémunération sur les taux de marché et la sécurité offerte par le nantissement d'actifs collatéraux justifient notre vue positive. Nous restons positifs (+2) sur les obligations risquées, dites « high yield », qui ont bien résisté à la récente correction du marché : en effet, les émetteurs

améliorent toujours leurs bénéfices et leur bilan, le différentiel de rémunération avec les titres d'Etat reste appréciable et le taux de défaut s'effrite encore. Très logiquement, nous maintenons notre intérêt pour les convertibles (+2) qui présentent pour avantage une corrélation à la hausse des marchés d'actions.

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

Dans l'immobilier (+2), le recul du taux de vacance, déjà modéré, la récurrence des revenus, la fermeté observée des loyers, le rendement élevé (de 4,5 à 5 %) et la protection contre l'inflation sont autant d'attraits. Nous restons positifs sur le platine, qui bénéficie de la forte concentration de la production et d'une demande croissante liée aux 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 que traverse l'énergie nucléaire. C'est également le cas des infrastructures, et des matières premières agricoles et forestières, dont les pays émergents soutiennent la demande, mais dont les performances déçoivent depuis le début de l'année.

Nous restons neutres sur l'énergie (0), dont la hausse actuelle, en se poursuivant, pèserait sur la croissance économique et signerait sa propre fin ; sur les métaux de base, vulnérables à l'infléchissement de l'activité dans les pays émergents et au resserrement des politiques monétaires ; sur l'or enfin, sensiblement suracheté sur le plan technique.

Indices actions au 30/04/2011 Performance depuis le 31/12/2010 (%)		Indices actions au 30/04/2011 Performance depuis le 31/03/2011 (%)	
CAC 40	7,94	CAC 40	2,95
DAX 30	8,68	DAX 30	6,72
Eurostoxx	7,82	Eurostoxx	3,45
FTSE 100	2,88	FTSE 100	2,73
SMI	1,61	SMI	2,87
Nasdaq	8,32	Nasdaq	3,32
S & Poors 500	8,43	S & Poors 500	2,85
Dow Jones	10,65	Dow Jones	3,98
Bovespa	-4,58	Bovespa	-3,58
Russie	14,50	Russie	-0,84
Inde	-6,40	Inde	-1,03
Hong Kong	2,98	Hong Kong	0,82

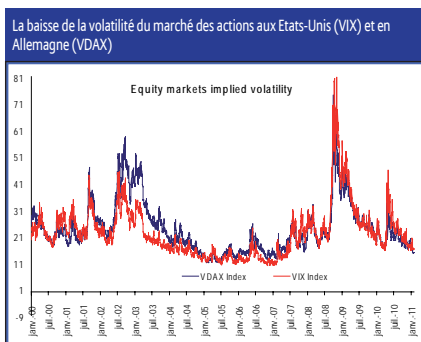
Source : Datastream - Mai 2010

Taux (%)		31/12/2010	31/01/2011	31/03/2011	30/04/2011
USBD10Y	Us taux 10 ans	3,30	3,38	3,45	3,29
FRBRYLD	France 10 ans	3,35	3,52	3,71	3,57
BDBRYLD	German Bund 10 ans	2,88	3,15	3,35	3,21
		31/12/2010	31/01/2011	04/03/2011	31/03/2011
EURO/US	US \$ / EURO	1,33	1,36	1,41	1,48

Source : Datastream - Mai 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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



Source : Reuters - Mai 2011

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 GFrance

www.allianzgi.fr

© 2010 Allianz Global Investors

All rights reserved

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, Reuters, Boursorama, Bloomberg, Natixis, JP Morgan, AllianzGI Investments Europe, AllianzGI France.

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.