

# Repères & Perspectives

## Le retour des beaux jours

### Faits marquants

- L'ISM manufacturier s'établit à son plus haut niveau depuis 2004, traduisant une forte reprise de l'activité outre-Atlantique.
- Les créations d'emplois repartent aux Etats-Unis : 162 000 emplois ont été créés en mars.
- Les marchés d'actions poursuivent leur mouvement haussier, sur fond d'amélioration de la conjoncture.

### Embellie aux Etats-Unis, timide éclaircie en zone euro

Avec les premiers jours du printemps, la conjoncture économique poursuit son amélioration graduelle. Aux Etats-Unis, en dépit d'un marché de l'immobilier sans embellie véritable (éclaircie sur les prix, mais pas sur les ventes), le mois de mars et les premiers jours d'avril ont été riches en publications de statistiques positives. Surtout, **la publication de deux indicateurs confirme le rebond de l'activité outre-Atlantique.**

**L'ISM manufacturier** – révélateur des perspectives de croissance de l'économie américaine – s'est établi à 59,6 points en mars (proche de son pic de mai 2004) traduisant une reprise industrielle vigoureuse. Par ailleurs, **la situation de l'emploi s'améliore également**, l'économie américaine ayant créé 162 000 postes en mars. Ce rétablissement devra néanmoins être confirmé dans les prochains mois.

**En Europe, les premiers signes de redressement se matérialisent également mais de façon plus timide.** Dévoilé fin mars, l'indice PMI composite – révélateur de la confiance des directeurs d'achats des secteurs manufacturiers et des services – enregistre sa plus forte croissance en deux ans et demi. De son côté, l'IFO – mesurant le climat des affaires en Allemagne – s'est lui aussi redressé en mars pour s'établir à 98,1 points (95,8 attendus). Dans ce contexte, un rebond de la croissance est espéré au premier trimestre.

**En Chine, la croissance du secteur manufacturier s'est encore accélérée en mars**, laissant ainsi entrevoir une forte hausse du PIB au premier trimestre. Cette accélération de l'activité ravive les spéculations entourant la montée des tendances inflationnistes au sein de l'Empire du milieu ainsi que celles tablant sur un resserrement monétaire (cf. page 2 - Parole d'expert).

### Marchés obligataires : un mois pour rien

Les marchés de taux ont peu évolué depuis un mois, rassurés par le pragmatisme de la Fed qui a indiqué qu'elle maintiendrait « de façon prolongée » ses taux à des niveaux très bas.

**Dans ce contexte, le monétaire ne présente toujours aucun intérêt en raison de sa rémunération très faible.**

**Du côté des taux longs européens, la situation n'a guère changé sur le mois**

**écoulé**, ceux-ci ayant évolué au gré des annonces relatives à la résolution de la crise grecque. Si les Etats membres de l'Union européenne sont parvenus à un accord – visant à mettre des fonds à la disposition de la Grèce via des prêts bilatéraux – cette dernière aura besoin de temps pour restaurer l'équilibre de ses finances publiques. Outre-Atlantique, la situation est différente. Les taux longs ont affiché une hausse marquée à la suite de la publication des statistiques favorables sur le front de l'emploi (de 3,83 % le 31 mars à 3,95 % le 2 avril). **Une remontée des taux longs des deux côtés de l'Atlantique étant toujours anticipée, AIF demeure méfiante sur les obligations d'Etat.**

Si l'économie américaine a créé 162 000 emplois en mars, l'amélioration de la situation est encore fragile et devra donc être confirmée.

*Document à usage strictement interne. Ne pas diffuser aux clients. Le document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourraient s'écarter significativement des indications communiquées dans ce document. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et Aviva n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement. La responsabilité d'Aviva ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures.*

Enfin, si AIF reste neutre sur les obligations privées « investment grade » (de bonne qualité), en raison de leur fort rebond depuis 1 an et d'un potentiel de revalorisation plus faible, elle adopte un biais positif – empreint de grande sélectivité – sur le haut rendement (« high yield »).

### Le printemps revient sur les marchés d'actions

En mars, les marchés d'actions ont fortement rebondi, dans le sillage de moindres tensions liées à la crise grecque. Depuis le début du mois d'avril, ce mouvement haussier s'est poursuivi, le CAC 40 s'établissant à des niveaux proches des 4 050 points (+ 2,9 % depuis le début de l'année). Pour autant, les marchés de la zone euro (pénalisés par la crise grecque) et des pays émergents (craintes de resserrement des conditions de crédit en Chine) sont ceux qui se sont le moins bien comportés. Avec une progression de plus de 6 % depuis le début de l'année (au 12/04/2010), le Nikkei mène la danse, poursuivant le rebond engagé en fin d'année 2009. Outre-Atlantique, le Dow Jones dépasse les 11 000 points et progresse de plus de 5,5 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

La période des publications de résultats du 1<sup>er</sup> trimestre 2010 étant proche, les analystes scruteront avec une attention toute particulière la croissance des chiffres d'affaires des sociétés. De plus, le mouvement de fusions-acquisitions s'intensifie, contribuant à animer les marchés d'actions.

Dans ce contexte, AIF maintient son opinion positive sur les actions avec une préférence pour les pays développés, qui pourraient réserver de bonnes surprises en matière de croissance. Les inquiétudes liées aux dettes souveraines ne remettent en effet pas en cause son scénario d'amélioration de la conjoncture et de reprise de la croissance des chiffres d'affaires. AIF se concentre ainsi sur la recherche de titres capables de générer une croissance du chiffre d'affaires supérieure aux attentes du marché. ■

Achevé de rédiger le 12/04/2010

### Parole d'expert :

Pascal Heurtault :  
Directeur des investissements  
Aviva Investors France

© 2008 D.L. Soulabailie



### Une appréciation du Yuan chinois est-elle être souhaitable ?

« Cette appréciation aurait de nombreux impacts. Notamment, elle freinerait les exportations chinoises et contiendrait les risques de surchauffe économique.

De plus, le coût des importations serait réduit, en particulier celui des matières premières, ce qui donnerait donc du pouvoir d'achat aux consommateurs chinois.

L'enjeu pour l'économie chinoise est justement de développer une consommation intérieure capable de prendre le relais des investissements en infrastructures et de devenir un nouveau pilier de la croissance. »

### Dans ce contexte...

#### Que recommander aux clients ?

- Limiter les liquidités
- Re-sensibiliser les portefeuilles aux actifs « long terme » (actions)
- Investir régulièrement

#### Quel fonds retient notre attention ?

- Aviva Actions Euro

#### Quel fonds sous-pondérer ?

- Aviva ISR Court Terme

#### Quel fonds arbitrer ?

- Aviva Rebond vers Aviva Actions Euro

#### Quel fonds (re)découvrir ?

- Aviva Convertibles

Document à usage strictement interne. Ne pas diffuser aux clients. Le document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourraient s'écarter significativement des indications communiquées dans ce document. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et Aviva n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement. La responsabilité d'Aviva ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures.



## Fonds essentiels

### Fonds profilés prudents et équilibrés

Dans un contexte marqué par un rebond sensible en mars et début avril, le biais positif sur les actions a été conservé dans les portefeuilles. Actuellement le poids des actions s'élève à 25 % au sein des profils prudents et à 60 % dans les profils équilibrés (poids constatés au 31 mars 2010), soit les niveaux de la borne haute fixée dans le cadre de la politique d'allocation d'actifs actuelle d'AIF. Par ailleurs, la poche taux reste dynamisée par une pondération en obligations d'émetteurs privés, le poids du monétaire étant nettement sous-pondéré en raison de son très faible rendement. Les fonds ont tiré parti du contexte pour présenter des performances d'environ + 2,4 % et + 5,0 % entre le 1<sup>er</sup> mars et le 1<sup>er</sup> avril.

### Performances constatées au 31 mars 2010

Fonds	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
<b>Profilés</b>			
Aviva Vitalité	+ 46,3 %	- 11,3 %	+ 10,5 %
Aviva Harmonie	+ 29,9 %	- 3,4 %	+ 12,5 %
Aviva Sérénité	+ 15,6 %	+ 4,6 %	+ 13,3 %
<b>Actions</b>			
Aviva Actions Euro	+ 51,1 %	- 21,7 %	+ 14,0 %
Aviva Valeurs Françaises	+ 49,4 %	- 22,1 %	+ 10,3 %
<b>Obligataires</b>			
Aviva Obliréa	+ 8,4 %	+ 19,0 %	+ 21,7 %
Aviva Oblig International	+ 69,8 %	+ 18,3 %	+ 32,3 %
<b>Multigestion</b>			
Aviva Multigestion	+ 46,2 %	- 9,9 %	+ 12,8 %

Source EuroPerformance - Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

### Fonds profilés offensifs - Notation EuroPerformance :

Les profils offensifs présentent toujours des portefeuilles très fortement investis en actions (85,4 % du portefeuille au 31 mars), le solde étant toujours investi en grande partie en obligations d'émetteurs privés. A la suite du renforcement de l'exposition aux marchés américains au détriment des actions de la zone euro les profils offensifs se sont très bien comportés sur le mois écoulé, progressant d'environ 6,60 % entre le 1<sup>er</sup> mars et le 1<sup>er</sup> avril 2010

### Un fonds retient notre attention : Aviva Actions Euro - Notation EuroPerformance :

La politique de gestion actuelle du fonds s'attache à sélectionner des titres capables de générer une croissance du chiffre d'affaires supérieure aux attentes du marché. Les mouvements mis en œuvre le mois dernier ont été poursuivis. La ligne en Banco Santander ayant été renforcée, ainsi que celle en Publicis et celle en Man, valeur peu valorisée en Bourse et qui devrait bénéficier de la reprise du trafic des poids lourds. Ce renforcement a été financé par des prises de bénéfices sur Safran, titre qui a enregistré un très beau parcours boursier récemment. Sur le mois écoulé, le fonds affiche une performance de grande qualité (+ 8,23 % entre le 1<sup>er</sup> mars et le 1<sup>er</sup> avril 2010) et présente une performance de + 2,11 % environ depuis le début d'année (au 31/03/2010).

## Fonds de diversification généraliste

### Aviva Oblig International

En dépit d'une performance de très grande qualité depuis le début d'année (+ 8,79 % au 31 mars 2010), le fonds présente aujourd'hui un potentiel moindre sur les mois à venir, et ce pour une raison essentielle : l'aversion pour le risque, qui avait sensiblement remonté en début d'année avec la survenance de la crise grecque, s'est brutalement repliée expliquant le bon comportement du fonds. Pour autant, les niveaux de valorisation atteints aujourd'hui laissent apparaître moins d'espérance de plus-values qu'en 2009

### Un fonds à arbitrer : Aviva Rebond

Au moment de son lancement en mai dernier, Aviva Rebond avait comme objectif de tirer parti des niveaux de valorisation exagérément bas et d'investir sur des valeurs massacrées à la suite du krach boursier (actions et obligations privées). Compte tenu du rebond des marchés d'actions et des obligations privées depuis 1 an, il n'existe plus de sous-valorisations notoires. En conséquence, et comme prévu lors de la création du fonds, la monétarisation du fonds a été engagée, à hauteur de 15 % de l'actif.

Bien que les excès de décote de mars 2009 aient été partiellement comblés, les actions présentent actuellement des niveaux de valorisation attrayants qui nous conduisent à préconiser **une sortie d'Aviva Rebond en direction d'Aviva Actions Euro, mieux configuré pour profiter pleinement du potentiel des marchés d'actions.** ■

*Document à usage strictement interne. Ne pas diffuser aux clients. Le document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourraient s'écarter significativement des indications communiquées dans ce document. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et Aviva n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement. La responsabilité d'Aviva ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures.*



### Les convertibles comment ça marche ?

#### L'intérêt de « l'effet parachute »

Une obligation convertible est un instrument financier « hybride » qui comporte à la fois une composante obligataire et une composante action. Du fait de cette double « nature » (obligataire et action), les convertibles sont plus sensibles à la hausse des marchés d'actions qu'à leur baisse. En effet, en cas de recul du titre sous-jacent, la convertible va voir sa sensibilité à l'action diminuer progressivement et va se comporter de plus en plus comme une obligation classique. **Plus le titre sous-jacent va baisser, plus elle va limiter son recul pour se rapprocher de sa valeur nue (c'est-à-dire sans option de conversion). C'est ce phénomène que l'on appelle « l'effet parachute ».**

#### Caractéristiques

Code ISIN : FR0000014292  
Catégorie AMF : Diversifié  
Indice de référence : Jefferies Active Convertible Bonds Index  
Niveau de risque : modéré  
Horizon de placement recommandé : supérieur à 2 ans

### Un fonds d'obligations convertibles dans la gamme Aviva : Aviva Convertibles

#### Objectif de gestion d'Aviva Convertibles

La SICAV a pour objectif de réaliser – sur la durée de placement recommandée – une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence, en investissant principalement sur des obligations convertibles. Le support investit sur l'ensemble des zones géographiques, y compris les pays émergents dans la limite de 30 % maximum de son actif.

#### Philosophie de gestion et construction du portefeuille

Le portefeuille est construit en fonction du processus de gestion suivant :

1. analyse macro-économique définissant les grandes thématiques boursières et les orientations sectorielles et géographiques,
2. sur ou sous-pondération des secteurs économiques qui composent l'indicateur de référence, en fonction des anticipations, des scénarii macro-économiques et de l'appréciation des marchés,
3. sélection des valeurs en fonction :
  - de leur potentiel de valorisation, des perspectives de croissance de la société émettrice, de la qualité de son management...
  - des critères techniques tels que : positionnement sur la courbe des taux, différentiel entre des obligations à taux fixe ou variable et titres donnant accès au capital, maturité des titres, ...
  - d'une analyse crédit des émetteurs (leur situation, leur spread, leur rating).

#### Pourquoi recommander Aviva Convertibles ?

- **un couple risque / rendement actuellement attrayant**, en raison des perspectives sur les marchés d'actions et de la nature obligataire du support,
- **la possibilité de tirer parti de « l'effet parachute »** : le principal intérêt d'un fonds d'obligations convertibles réside dans le fait qu'il participe à la hausse des marchés d'actions tout en disposant d'une résistance à la baisse.

#### Comment le recommander ?

- en privilégiant le lissage pour limiter l'impact d'un potentiel repli transitoire des marchés,
- en rappelant au client que ce support, sans être particulièrement volatil, peut présenter des variations notables, notamment en période de fort repli des marchés d'actions (cf. performance de 2008).
- en n'omettant pas d'insister sur le fait que ce support peut également être impacté par la hausse des taux d'intérêt, en raison de sa nature obligataire.

### Commentaires

En 2008, Aviva Convertibles a été impacté par le krach des marchés, mais dans des proportions moindres que les fonds exclusivement investis en actions. Ainsi, avec - 14,9 % en 2008, Aviva Convertibles présente des performances moins fortement négatives que les marchés d'actions (- 42,7 % pour le CAC 40 sur la même année) et s'est par ailleurs sensiblement mieux comporté que le reste de sa catégorie en raison de sa gestion plus prudente. En 2009, dans un contexte marqué par un rebond des marchés d'actions (+ 22,32 % pour le CAC 40), le fonds s'est également bien comporté avec une performance de + 21,7 %. ■

*Document à usage strictement interne. Ne pas diffuser aux clients. Le document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourraient s'écarter significativement des indications communiquées dans ce document. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et Aviva n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement. La responsabilité d'Aviva ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures.*