

Horizons des marchés

Nos points de vue sur les marchés

Le retour du facteur pays

Entre mars 2009 et fin 2009, les actifs financiers risqués (action, crédit...) ont connu de fortes progressions, sans distinction du facteur géographique. L'année 2010 devrait marquer un changement notable. Et l'histoire se répète : l'Europe est la traîne des États-Unis.

La "crise grecque" a pendant plusieurs semaines éclipsé des nouvelles économiques et financières favorables. En premier lieu, la plupart des pays sont désormais sortis de la récession. En second lieu, les rythmes des différents pays varient considérablement à l'image de leurs forces et faiblesses.

Un découplage s'est opéré entre les économies émergentes et les économies avancées. Le rebond asiatique reflète surtout l'émergence d'une demande domestique interne stimulée par des politiques de relance extrêmement expansionnistes. La production industrielle a retrouvé dès le printemps 2009 les niveaux d'avant la crise et ce, avant la reprise du commerce mondial. Elle conserve aujourd'hui un rythme élevé de l'ordre de 20 % l'an. La nouveauté est que les économies émergentes ont imprimé leur propre tempo en 2009. Via leurs importations, elles sont à l'origine de la reprise du commerce mondial, dont commencent à bénéficier les principaux pays exportateurs (Japon, Allemagne, États-Unis...).

Signe des temps, la Chine pourrait bientôt afficher un solde commercial déficitaire. Une telle situation ne serait bien sûr que temporaire – la Chine a encore besoin d'exporter – mais elle préfigure le prochain défi de l'économie mondiale : la Chine non pas simple atelier du monde, mais principal débouché.

L'histoire se répète. Les États-Unis ont de nouveau un temps d'avance sur le vieux continent. Plusieurs pays comme l'Italie, l'Irlande ou la Grèce étaient

encore en récession fin 2009. En zone euro, les entreprises n'ont pas fini de réaliser les gains de productivité nécessaires à la reconstitution de leurs marges, si bien que les marchés du travail devraient continuer à se dégrader en 2010. À l'inverse, les États-Unis commencent déjà à recréer des emplois après que les entreprises aient redressé leurs marges de façon spectaculaire. Bref, les dynamiques des profits, de l'investissement et de l'emploi suivent avec retard celles de l'économie américaine. Au sein de la zone euro, les disparités s'accroissent et sont renforcées par le fait que certains pays commencent déjà à resserrer la ceinture budgétaire.



Les économies émergentes ont imprimé leur propre tempo en 2009



Dans ce contexte où la reprise mondiale se consolide, l'investisseur devrait maintenir une exposition raisonnable aux actifs risqués. Il serait également avisé de garder en tête ces différences géographiques qui vont jouer à nouveau en 2010 et au-delà. Ces disparités sont pour partie intégrées dans les marchés mais des incertitudes demeurent, notamment sur les calendriers des resserrlements monétaires. Elles ne manqueront pas d'entraîner de fortes différences de performance.

• Michel MARTINEZ

Stratégie et recherche économique

Avril 2010



Stratège Amundi

NOTRE OPINION

À 3 MOIS (au 6 Avril 2010)

> Taux

Le marché des taux très attentif à l'emploi

- Europe
- États-Unis
- Japon

> Actions

Quels secteurs devraient tirer le meilleur parti de la reprise ?

- ↗ Énergie
- ↗ Industriels
- ↘ Services collectifs
- ↘ Télécom

> Matières Premières

Les marchés du pétrole iront-ils vers plus de transparences ?

- ↗ Or
- ↗ Pétrole
- Cuivre

> Devises

Quand le faible Sterling livre bataille ... et la gagne

- EUR/USD
- ↘ EUR/GBP
- ↗ USD/JPY

Graduation de l'opinion

- ↗ Positif
- ↘ Négatif
- Neutre
- ↗↗ Très positif
- ↘↘ Très négatif

Taux

Le marché des taux très attentif à l'emploi

Afin de préparer la normalisation de la politique monétaire, les banquiers centraux sont extrêmement attentifs au marché du travail.

Une certaine agitation a régné sur les marchés de taux durant le mois de mars et en particulier sur celui des bons du Trésor américain. Et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'émission de bons du Trésor pour des volumes extrêmement importants (118 milliards de dollars pour la seule semaine du 22 au 26 mars) s'est passée légèrement moins bien que prévu, ce qui a fait remonter les taux longs américains. Avec les déficits publics exceptionnellement élevés, les inquiétudes commencent à poindre sur la capacité des États développés à pouvoir se financer simultanément et sans encombre sur les marchés de capitaux. On retrouve là, en partie, une contagion de la crise de la dette grecque. Les conditions des émissions obligataires seront donc à surveiller dans les prochains mois, voire dans les prochaines années.

Par ailleurs, la pente de la courbe des taux américains reste à des niveaux historiquement élevés (aux alentours de 280 points de base), ce qui ne devrait plus perdurer très longtemps. En effet, la courbe des taux a historiquement amorcé un mouvement d'aplatissement en moyenne 8 à 9 mois avant la première hausse des taux directeurs de la Fed. Les marchés sont donc en quête d'un changement de communication de la part de la Banque centrale américaine qui viendrait confirmer la normalisation prochaine de politique monétaire. En ceci, Ben Bernanke est très pragmatique et notamment très attentif à la santé du marché du travail. En l'occurrence,

le département américain du Travail a indiqué que 162 000 emplois (dont 123 000 pour le secteur privé) avaient été créés en mars 2010, le chiffre le plus élevé depuis mars 2007. Le taux de chômage s'est, quant à lui, stabilisé à 9,7 %. Ces bons chiffres ont rassuré sur la reprise et ont participé à la hausse des taux courts et des taux longs américains. Toutefois, le secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, a déclaré que le chômage resterait à un niveau "inacceptablement élevé" durant une longue période. Même si nous anticipons une hausse des taux directeurs à l'automne, nous pensons qu'il faut demeurer très vigilants quant aux chiffres macroéconomiques.

• Bastien DRUT

Prévisions Taux directeurs (en %)

	au 6 avril 2010	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
USA	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	1,25
Zone euro	1,00	1,00	1,00	1,50

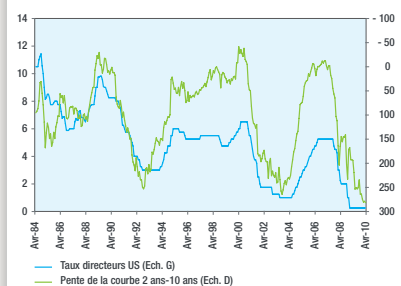
Source : Stratégie Amundi

Taux d'intérêt (en %)

	Niveau au 6 avril 2010	Évolution sur	
		1 mois	1 an
Zone euro			
Eonia	0,32	0,00	-0,47
Euribor 3 mois	0,64	-0,02	-0,83
OAT 10 ans	3,47	0,02	-0,20
USA			
3 mois	0,29	0,04	-0,86
10 ans	3,96	0,27	1,02
Royaume-Uni			
3 mois	0,56	-0,06	-0,98
10 ans	4,00	-0,05	0,56

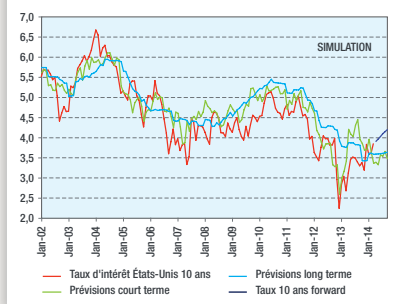
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux directeurs États-Unis vs Pente de la courbe 2 ans - 10 ans



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux 10 ans aux États-Unis et valorisation d'équilibre



Source : Datastream, Stratégie Amundi

“ Les bons chiffres sur l'emploi ont participé à la hausse des taux ”

Actions

Quels secteurs devraient tirer le meilleur parti de la reprise ?

Alors que la croissance devrait devenir un ingrédient de plus en plus différentiant, un croisement des perspectives de rebond des ventes et du levier opérationnel de chaque secteur fait ressortir un écart de 1 à 4, entre les 5 secteurs les mieux ou les moins bien placés.

Après une période de forte récession, les grands pays occidentaux bénéficient actuellement d'une phase de reprise. Mais la problématique de l'endettement public et privé s'annonçant durable, leur croissance devrait demeurer durablement sous-potentielle une fois les dispositifs de soutiens budgétaires et monétaires démantelés. Dans ce contexte de reprise molle, la croissance devrait devenir un ingrédient différentiant et de plus en plus recherché.

Pour les sociétés européennes, après -11 % en 2009, la croissance moyenne des ventes, hors effet change, sur la période 2010-2012 est attendue aux environs de 5 % par an. Ce chiffre est supérieur au PIB courant de la zone attendu en hausse de 3,2 % (dont 1,2 % réel et 2,0 % d'inflation), mais ceci est crédible compte tenu de la forte présence de ces sociétés hors Europe. Ces dernières réalisant environ 35 % de leurs ventes dans des régions où la croissance et l'inflation sont plus fortes, comme les marchés émergents (17 %) et les États-Unis (18 %).

Tous les secteurs ne seront pas cependant à la même enseigne :

- Compte tenu des effets de base, de leur élasticité, de leur orientation plus ou moins domestique et de leur *pricing power*, ce chiffre moyen de 5 % peut en effet varier considérablement d'un secteur à l'autre.
- Par ailleurs, un accroissement similaire du chiffre d'affaires ne génère pas le même impact sur le résultat opérationnel d'un secteur à l'autre.

Par simplification, nous avons retenu l'hypothèse que le levier opérationnel futur serait du même ordre que lors du cycle précédent. En effet, à la différence d'une entreprise considérée isolément, le levier opérationnel d'un secteur est déterminé pour large part par des tendances lourdes, comme le taux de valeur ajouté et l'intensité capitalistique.

En combinant perspectives de croissances et levier opérationnel, les secteurs qui ressortent le mieux, avec, en moyenne, près de 30 % de croissance annuelle sont les Matériaux, les Biens d'Équipement, les Services aux consommateurs les Équipements et Services Médicaux et la Consommation durable. À l'inverse, avec de 1 à 9 % de croissance moyenne, Télécoms, Médias, Tech Hardware et Services Collectifs apparaissent largement surclassés.

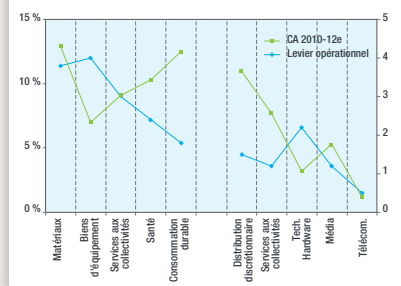
• Ibra WANE

Indices boursiers

	Niveau au 6 avril 2010	Évolution en euro en (%)	
		1 mois	1 an
Europe			
DJ Euro Stoxx	283	4,39	39,74
Cac 40	4 054	3,67	38,37
FTSE 100	5 780	5,65	48,94
USA			
Dow Jones	10 970	5,56	37,77
S&P 500	1 189	6,21	42,60
Nasdaq	2 437	6,50	51,92
Asie			
Nikkei	11 282	6,62	36,86
MSCI Asie Pacifique (hors Japon)	435	8,24	62,36
MSCI Monde	881	5,81	43,79

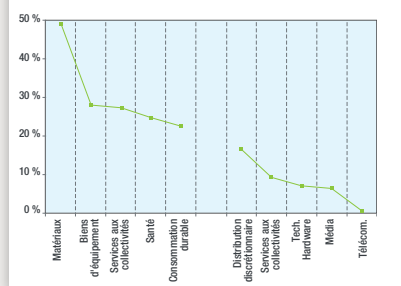
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Croissance et levier par secteur



Source : UBS

Croissance moyenne du résultat opérationnel 2010 - 12e



Source : UBS

Performances secteurs actions * au 6 avril 2010 (%)

	Depuis 1 mois	Depuis 1 an
Énergie	5,77	31,73
Matériaux	7,27	64,10
Industrie	7,69	54,72
Consommation discrétionnaire	7,52	47,89
Biens de consommation de base	3,16	36,10
Santé	1,46	33,04
Finance	7,21	60,52
Technologie de l'information	7,12	47,70
Télécommunications	3,81	14,76
Services aux collectivités	3,04	19,41
Indice MSCI Monde	5,81	43,79

* Performances en euro
Source : Datastream, Stratégie Amundi

“ Dans un contexte de reprise molle, la croissance devrait devenir un ingrédient différentiant ”

Matières premières

Les marchés du pétrole iront-ils vers plus de transparence ?

C'est du moins souhaitable pour les producteurs, les consommateurs et les investisseurs.

L'actualité microéconomique des marchés des matières premières est particulièrement riche ces derniers temps. Une disposition récente prise par l'Organisation des Pays Producteurs de Pétrole (OPEP) et le Forum International de l'Énergie (FIE) mérite d'être soulignée. Ces organisations ont présenté un plan aux contours encore peu précis mais qui a le mérite de proposer le principe d'un échange systématique de données entre consommateurs et producteurs. Le traumatisme originel partagé par les deux parties se trouve être la violente correction des prix des matières premières au cours du second semestre 2008. Cette initiative est définitivement plus intéressante puisqu'elle s'abstrait d'une volonté de régulation des prix contrairement à celle prise aux États-Unis qui souhaitait voir limiter les échanges sur les contrats futures.

L'enjeu est de taille. Une trop forte volatilité des prix réduirait les montants investis d'une industrie très capitalistique. Le risque à long terme est donc celui d'un sous-investissement chronique qui pourrait, en retour, entretenir une volatilité indésirable sur les marchés. À horizon 2013, en termes réels, le sous-investissement pourrait être compris entre 70 et 170 milliards de dollars selon l'OPEP. Depuis 2007, la volatilité des prix au comptant est devenue comparable à celle des actions ayant été, auparavant, en moyenne de 10 points supérieure. Un meilleur ancrage des anticipations de volatilité à long terme devrait soutenir les actions matières premières en réduisant la perception du risque "structurel" de ce type de support d'investissement.

• Marc-Ali BEN ABDALLAH

Devises

Quand le faible Sterling livre bataille... et la gagne

Le Royaume-Uni a été touché de plein fouet par la crise financière et sa devise fut la première variable à s'ajuster, avec une dépréciation marquée tant face au dollar qu'à l'euro. La livre est actuellement sous-évaluée de plus de 20 % face à la monnaie unique selon la plupart des modèles de valorisation. Un calcul de parité des pouvoirs d'achat (PPA) fondé sur les prix à la production conduit à une évaluation d'un mésalignement plus faible mais ne change pas le diagnostic (cf. graphique). Or au cours des dernières semaines, la conjoncture britannique donne des signes très encourageants et l'inflation remonte plus nettement outre-Manche que dans la zone euro.

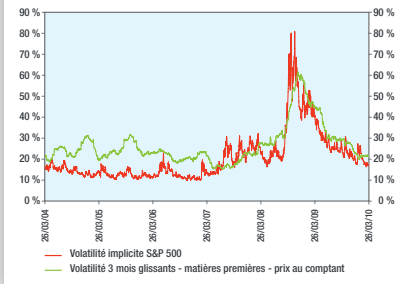
La Banque d'Angleterre commencera donc probablement à remonter ses taux directeurs avant la BCE et les taux longs britanniques promettent de remonter un peu plus vite que ceux de la zone euro. Le cocktail est favorable : le mouvement de réappréciation de la livre amorcé depuis la mi-mars devrait logiquement se poursuivre dans les mois qui viennent. Il ne faut toutefois pas tableur sur un retour rapide de la livre à sa parité d'équilibre. Avec la crise, c'est le potentiel même de croissance de l'économie britannique qui a diminué et le Royaume-Uni a sans doute durablement besoin d'une devise sous-évaluée. Mais trop, c'est trop.

• Didier BOROWSKI

amundi.com

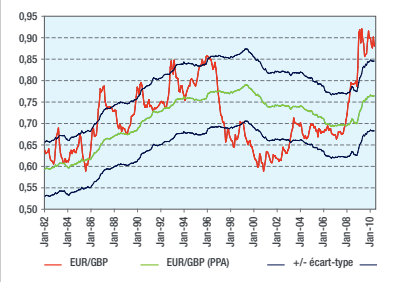
Directeur de la publication : Pascal Blanqué - Rédacteurs en chef : Patrick de Fraguier, Michel Martinez.
Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.
Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays.
La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée et autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.
Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 578 002 350 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. N°ISSN : 1761-7839 - Imprimeur : E3 Expansion.

Volatilité :
Actions et Matières Premières



Source : Datastream, Stratégie Amundi

EUR/GBP : Taux au comptant
vs Taux de PPA



Source : calculs basés sur les prix à la production de biens manufacturés, Stratégie et recherche économique, Amundi

Change

Parités	Niveau au 6 avril	Évolution en % sur 1 mois	en % sur 1 an
EUR/USD	1,34	-1,4	-0,7
EUR/GBP	0,88	-2,2	-2,5
USD/JPY	94	+5,2	-6,6

Source : cours de clôture de la BCE, Datastream