

Horizons des marchés

Nos points de vue sur les marchés

Quand les “multiplicateurs” irriguent la croissance mondiale

La force avec laquelle les multiplicateurs – budgétaires, fiscaux et commerciaux – dopent la croissance ne doit pas occulter leur caractère temporaire. La reprise est plus fragile qu’il n’y paraît et les investisseurs doivent, plus que jamais, rester vigilants.

En dépit de la tourmente financière récente, les enquêtes réalisées indiquent toutes que la croissance se raffermirait, y compris dans la zone euro. Les bonnes nouvelles qui s’accumulent à l’échelle mondiale résultent du jeu de plusieurs facteurs.

Premièrement, les politiques économiques mises en œuvre en 2009 continuent d’exercer un impact positif sur l’activité économique. C’est notamment le cas aux États-Unis où la consommation est dopée par les revenus de transfert liés à une politique fiscale temporairement généreuse. C’est également le cas en Chine, où les mesures de relance passées stimulent encore l’activité ; tant et si bien que les autorités sont désormais contraintes de durcir la politique monétaire pour endiguer l’envolée du crédit.

Deuxièmement, le commerce mondial – qui s’était effondré plus vite encore suite à la faillite de Lehman Brothers qu’après la crise de 1929 – renaît de ses cendres. La reprise est particulièrement frappante dans les grands pays émergents. Et la normalisation simultanée des échanges commerciaux exerce un autre effet multiplicateur sur l’activité mondiale. Grâce à l’orientation géographique de ses exportations, l’Allemagne est, en Europe, l’un des principaux bénéficiaires. Par capillarité, les autres pays sont aussi gagnants.

Troisièmement, le cycle des stocks se nourrit de l’embellie générale. Le restockage opéré par les entreprises stimule dans la plupart des pays la production industrielle. Aux États-Unis, il explique à lui seul environ la moitié de la croissance enregistrée au 1^{er} trimestre.

Ces trois facteurs ne sont évidemment pas indépendants les uns des autres. Il n’y aurait pas eu de redémarrage du commerce mondial sans rebond de la demande intérieure dans la plupart des pays. Et les entreprises ne restockeraient pas en l’absence de carnets de commandes bien garnis. Une fois enclenchées, les dynamiques à l’œuvre se renforcent mutuellement : nous sommes au cœur de la “zone verte” des multiplicateurs.

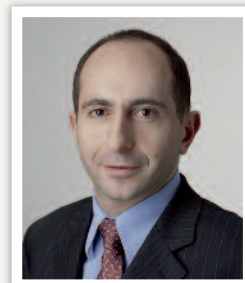
“
Les multiplicateurs menacent de se faner d’ici la fin de l’année”
”

Mais la force avec laquelle ces derniers irriguent aujourd’hui la croissance mondiale, même si elle a été sous-estimée par la plupart des économistes, ne saurait occulter leur caractère temporaire. Les multiplicateurs menacent de se faner d’ici la fin de l’année. Or, dans les grands pays développés, le chômage demeure élevé, la confiance des ménages faible, et les conditions de crédit tendues en dépit de politiques monétaires très accommodantes. La reprise, même si elle est forte par endroits, est donc fragile. En termes d’allocation d’actifs, la “zone verte” s’avère, pour l’heure, naturellement favorable aux actifs risqués. Toutefois, à mesure que les multiplicateurs perdront en intensité, les investisseurs devront redoubler de vigilance.

• Didier BOROWSKI

Stratégie et recherche économique

Mai 2010



Stratège Amundi

NOTRE OPINION

À 3 MOIS (au 3 mai 2010)

> Taux

Une vague de dégradations en Europe a frappé la dette grecque, portugaise et espagnole

- • Zone euro
- • États-Unis
- • Japon

> Actions

Une nouvelle flambée d’aversion au risque

- ↗ • Énergie
- ↗ • Consommation courante
- ↘ • Services collectifs
- ↘ • Télécoms

> Matières Premières

Il existe encore des réserves de valeur

- ↗↗ • Or
- • Cuivre
- ↗ • Pétrole

> Devises

Les vicissitudes de l’euro

- • EUR/USD
- ↘ • EUR/GBP
- ↗ • USD/JPY

Graduation de l’opinion

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

Taux

Une vague de dégradations en Europe a frappé la dette grecque, portugaise et espagnole

La tragédie grecque et les risques souverains ont focalisé l'attention des marchés mondiaux ; le mouvement de "fuite vers la qualité" a entravé la progression des rendements.

Selon l'estimation préliminaire annoncée par le *Bureau of Economic Analysis*, l'économie américaine a connu une expansion de 3,2 % (en glissement annuel) au 1^{er} trimestre de 2010. L'étude montre que la croissance s'est accélérée modérément, conformément aux perspectives décrites par la Fed dans le dernier communiqué de son Comité de politique monétaire. L'augmentation de la croissance réelle est due essentiellement à la forte contribution de la consommation des ménages. Pour la première fois depuis le T1 2008, le niveau des stocks a augmenté et a eu, pour le deuxième trimestre consécutif, un impact favorable sur le PIB. Au T4 2009, les stocks ont reculé mais à un rythme plus lent. Or, en matière de constitution de stocks, l'important n'est pas leur niveau mais leur variation.

Lors de sa dernière réunion, le Comité de politique monétaire a maintenu les taux directeurs dans une fourchette de 0-0,25 % et réitéré que les conditions économiques actuelles vont "probablement justifier leur bas niveau pendant une période prolongée". Nous nous en tenons par conséquent à notre prévision d'un premier relèvement de taux vers la fin de 2010. Dans l'intervalle, fin juin, il est prévu de mettre un terme au dernier programme TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) de soutien financier.

En Europe, le risque souverain domine l'actualité. La zone euro vient de connaître sa plus grande crise domestique depuis sa création qui est aussi la première à avoir des répercussions sur les

marchés financiers mondiaux. Le 19 mai, la Grèce doit rembourser 8,5 milliards d'euros de sa dette, une échéance qui attise l'aversion au risque et les spéculations sur la défaillance de ce pays. Le rendement du titre d'emprunt grec à 2 ans a atteint 15,9 % et près de 10 % en avril pour l'obligation à 10 ans.

Le plan d'aide d'urgence de l'UEM et le FMI devrait permettre à la Grèce, qui n'a pas d'autre échéance majeure de remboursement de sa dette d'ici la fin de l'année, de pousser un soupir de soulagement. Mais ses problèmes ne sont pas circonscrits pour autant car la rigueur du plan d'austérité du gouvernement grec n'ira pas sans aggraver sa situation économique.

Le Portugal, dont la dette a été dégradée de deux crans par l'agence de notation Standard & Poor's (de A+ à A-), pourrait être obligé de durcir ses mesures pour réduire son déficit. Ce pays étant "selon toutes probabilités le prochain" qui devra s'efforcer, après la Grèce, d'atteindre ses objectifs budgétaires. La vague de dégradations qui a déferlé au mois d'avril s'est poursuivie, frappant la dette espagnole à présent notée AA (contre AA+) par S&P. Les vrais "gagnants" auront donc été les obligations allemandes qui ont tiré parti du mouvement de "fuite vers la qualité".

• **Ombretta SIGNORI**

Taux d'intérêt (en %)

	Niveau au 3 mai 2010	Évolution sur	
		1 mois	1 an
Zone euro			
Eonia	0,34	0,01	-0,25
Euribor 3 mois	0,67	0,03	-0,70
OAT 10 ans	3,32	-0,08	-0,28
USA			
3 mois	0,35	0,06	-0,66
10 ans	3,69	-0,19	0,51
Royaume-Uni			
3 mois	0,75	0,13	-0,68
10 ans	3,87	-0,05	0,33

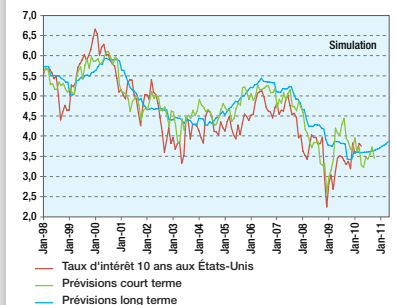
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Prévisions Taux directeurs (en %)

	au 3 mai 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

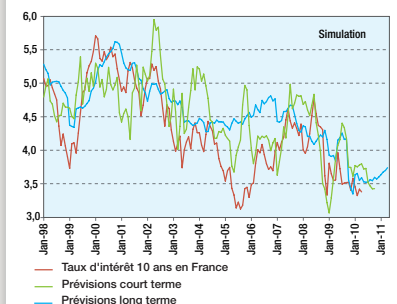
Source : Stratégie Amundi

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



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Taux 10 ans en France et valorisation d'équilibre



Source : Datastream, Stratégie Amundi

“
L'économie américaine
a connu une
expansion de 3,2 %
(en glissement annuel)
au 1^{er} trimestre 2010
”

Actions

Une nouvelle flambée d'aversion au risque

Les incertitudes en chaîne liées à la Grèce et à la nouvelle affaire Goldman Sachs ont fini par faire douter les marchés qui avaient atteint un plus haut à la mi-avril. Dans ce contexte tendu, les bons résultats du 1^{er} trimestre ont-ils été momentanément éclipsés ?

Porté par des statistiques positives (indices PMI aux États-Unis, en Allemagne et en Chine, chiffres de l'emploi américain...) et le *statu quo* de la Fed, l'indice MSCI Monde a touché un plus haut annuel à la mi-avril. Puis, la révélation de l'affaire Goldman Sachs et les atermoiements au sujet de la Grèce ont provoqué jusqu'au 26 du mois des prises de bénéfices assez aisément absorbées. En revanche, la dégradation simultanée, le 27 avril, de la note de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne par l'agence S&P, en matérialisant les craintes d'un "effet domino", a précipité la baisse. Les États-Unis, qui avaient mieux résisté, ont fini par ployer sur fond de PIB légèrement moins fort que prévu (+ 3,2 % au T1 2010 contre + 3,4 %) et d'une nouvelle plainte contre Goldman. Sur l'ensemble du mois toutefois, le MSCI Monde est demeuré neutre, le Japon et les États-Unis légèrement positifs. Alors que la Grande-Bretagne, pour cause d'incertitudes électorales et la zone euro, avec la crise grecque, ont connu des dégagements plus appuyés.

Si les suites du feuilleton de la zone euro ou de Goldman demeurent difficiles à appréhender, la saison des résultats devrait *a priori* demeurer un point d'ancrage positif. En attendant d'avoir suffisamment de recul sur l'Europe, la tendance au rebond des chiffres d'affaires du S&P 500, qui se dessinait au T4 2009 s'est confirmée au T1 2010 avec + 8 %. De même, les résultats ont rebondi de + 47 % au global et de 26 % hors financières. Après 9 trimestres de baisse, ceci confirme à la fois le redémarrage débuté

au T4 et son extension au-delà de la seule sphère financière (+ 4 % au T4 hors financières). De même, le pourcentage de "bonnes surprises" est demeuré très élevé avec 53 % pour les chiffres d'affaires et 80 % pour les résultats. Les bonnes nouvelles en matière d'activité ayant tendance à avoir plus d'impact auprès des investisseurs que les résultats, mentionnons que celles-ci se sont concentrées en particulier sur la Technologie (CA + 21 % et 76 % de bonnes surprises) et la Consommation discrétionnaire (+ 13 % et 75 %). En revanche, elles ont été très en deçà de la moyenne dans les secteurs traditionnellement plus défensifs comme l'Énergie, la Consommation courante, les Télécoms et les Services collectifs.

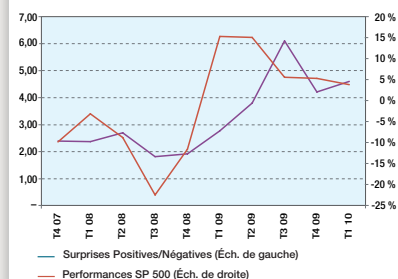
• Ibra WANE

Indices boursiers

	Niveau au 3 mai 2010	Évolution en euro en (%)	
		1 mois	1 an
Europe			
DJ Euro Stoxx	270	-4,11	22,45
Cac 40	3 828	-5,10	21,16
FTSE 100	5 553	-1,03	34,94
USA			
Dow Jones	11 152	4,87	36,60
S&P 500	1 202	4,86	37,82
Nasdaq	2 499	6,87	46,20
Asie			
Nikkei	11 057	0,09	30,22
MSCI Asie Pacifique (hors Japon)	422	1,08	51,03
MSCI Monde	873	1,87	34,95

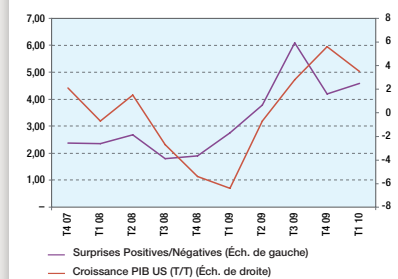
Source : Datastream, Stratégie Amundi

Surprises sur les Résultats trimestriels et variations du SP 500



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Surprises sur les Résultats trimestriels et variations du PIB américain



Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Performances secteurs actions * au 3 mai 2010 (%)

	Depuis 1 mois	Depuis 1 an
Énergie	3,17	25,19
Matériaux	-2,09	44,06
Industrie	4,12	44,15
Consommation discrétionnaire	5,99	41,11
Biens de consommation de base	0,00	32,91
Santé	-1,55	28,46
Finance	1,04	41,86
Technologie de l'information	4,93	41,06
Télécommunications	-0,65	14,29
Services aux collectivités	0,77	12,88
Indice MSCI Monde	1,87	34,95

* Performances en euro
Source : Datastream, Stratégie Amundi

“ Dans un contexte général plus incertain, la saison des résultats devrait *a priori* demeurer un point d'ancrage positif ”

”

Matières premières

Il existe encore des réserves de valeur

L'augmentation récente des difficultés de la dette européenne est un rappel que dans le monde de l'après-crise les actifs peu risqués se font de plus en plus rares. Le contexte d'aujourd'hui se révèle d'autant plus délicat que le problème est probablement global. La fin des programmes de mesures non conventionnelles, le resserrement monétaire des économies à large surplus commerciaux sont autant de facteurs qui contribuent à réduire la demande d'obligations à terme alors que les besoins de financement des États sont bien identifiés. Les attermolements actuels sur le creusement des déficits publics risquent d'alimenter durablement une volatilité obligataire déjà tendanciellement en hausse depuis 2006.

Dans une telle configuration de marché, nous recommandons la recherche de stratégies décorréées du directionnel de marchés et liquides. Parmi les meilleurs

(*) En excès des taux américains de maturité longue.

candidats se trouvent les métaux précieux, notamment l'or, qui devraient tirer avantage des inquiétudes sur la dette souveraine. Ces actifs disposent de caractéristiques fort attractives à savoir celles d'être des réserves de valeur et d'être liquides. Il est à noter que le prix de l'or en dollars est en hausse de 12,5 % depuis le mois de février – en route pour franchir allègrement les 1200 dollars l'once – et de 8,7 % pour l'argent et le platine. Plusieurs stratégies sont envisageables pour s'exposer à cette hausse : de l'achat de physique (lingots) aux actions minières en passant par les contrats *futures* (accessibles via les *ETF*). Nous privilégions ces dernières malgré des multiples de valorisation plus élevés que d'autres types d'actions. Leur rendement excédentaire (*) de long terme est, selon nous, supérieur à 4 %. Un tel niveau constitue un coussin suffisant pour absorber des fluctuations de volatilité de court terme.

• Marc-Ali BEN ABDALLAH

Devises

Les vicissitudes de l'euro

On aurait pu craindre le pire pour l'euro après l'appel au secours du gouvernement grec et la dégradation des notes de crédit de plusieurs pays de la zone euro (Grèce mais aussi Espagne et Portugal) par les agences de notation. La baisse de la qualité moyenne des emprunts d'État aurait pu peser très lourdement sur la monnaie unique. Certes, celle-ci s'est dépréciée par rapport à toutes les devises mais elle est loin d'avoir "dévié". Ainsi, la parité EUR/USD reste sur-évaluée d'environ 10 % par rapport au dollar dans un modèle de parité de pouvoir d'achat (PPA). Les déclarations des différents gouvernements à la fin avril attestent d'une prise de conscience

d'une nécessaire solidarité entre États européens.

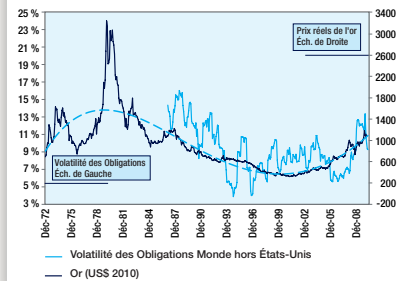
Dans les mois qui arrivent, nous pensons que l'euro devrait reprendre des couleurs par rapport au yen. Mais les choses risquent fort d'être différentes en ce qui concerne son évolution face au billet vert. Bien que la résolution de la crise grecque ait rassuré les investisseurs, de nombreuses incertitudes persistent concernant d'autres pays sensibles de la zone euro. Par ailleurs, les mouvements de politique monétaire devraient être favorables au dollar puisque la Réserve fédérale américaine devrait augmenter ses taux directeurs avant la Banque centrale européenne.

• Bastien DRUT

amundi.com

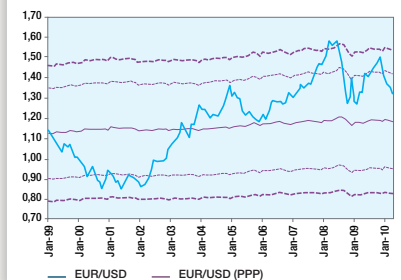
Directeur de la publication : Pascal Blanqué - Rédacteurs en chef : Patrick de Fraguier, Michel Martinez.
Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.
Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées 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 ou 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.

Prix de l'or en US\$ 2010 contre volatilité 12 m glissant des Obligations Monde hors États-Unis



Source : Datastream, JP Morgan, Stratégie Amundi

EUR/USD : Taux au comptant vs Taux de PPA



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Change

Parités	Niveau au 3 mai	Évolution en % sur 1 mois	Évolution en % sur 1 an
EUR/USD	1,32	-2,7	-0,6
EUR/GBP	0,86	-2,3	-3,0
USD/JPY	94,5	0,6	-4,9

Source : Datastream, Stratégie Amundi