

Stratégie et recherche économique

Regards sur les marchés

LES THEMES DE LA SEMAINE

Les leçons de la Coupe du monde de football

Comme le football, les marchés peuvent aussi nous surprendre. Parier sur une hausse des taux longs semble la stratégie la plus raisonnable à long terme. Mais à ce jour, en raison de l'incertitude actuelle qui touche en particulier les Etats européens, on ne peut pas exclure que la correction des marchés obligataires se fasse au ralenti. Il faudra donc dans les semaines à venir suivre avec attention les premiers résultats des *stress tests* qui pourraient avoir un impact sur l'évolution et la volatilité des marchés.

Page 2

Normalisation de la situation en Ukraine

L'année 2010 est synonyme de changements profonds pour l'Ukraine, à commencer par l'élection du Président Viktor Yanukovych et la formation d'une nouvelle coalition parlementaire (apparemment stable) alliée au nouveau Président. Après deux à trois années d'instabilité politique ininterrompue, le pays profite d'un certain retour au calme. Cependant, du point de vue des investisseurs, l'événement le plus notable est la mise en place d'un nouveau programme du FMI. Les responsables rencontrent les investisseurs cette semaine et la semaine prochaine puisque l'Ukraine cherche à émettre sa première obligation libellée en devise étrangère depuis 2007. Que l'Ukraine soit ou non en mesure d'émettre une obligation libellée en dollar américain ce mois-ci à un prix raisonnable pour le nouveau gouvernement, les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux opportunités locales sur le marché ukrainien.

Page 3

Les faits marquants de la semaine

Marchés

L'euro reprend quelques couleurs

États-Unis

Le crédit à la consommation reste en berne

Europe

La croissance de la production industrielle reste bien orientée

Asie

Hausses de taux en Corée du sud et en Malaisie

Page 4

A suivre cette semaine

Page 5

Indicateurs de marchés

Page 6

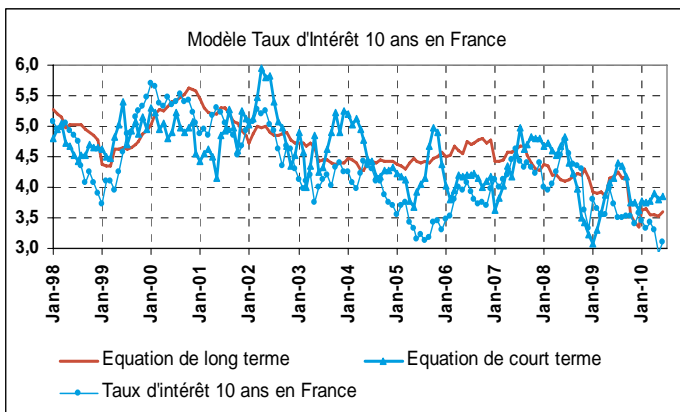
Les leçons de la Coupe du monde de football

> Le football nous rappelle l'importance de la diversification

La première Coupe du monde sur le sol africain nous rappelle que la diversification reste un pilier pour une bonne allocation d'actifs dans un portefeuille, tout comme dans la vie et dans le football (par exemple l'exploit de l'Uruguay). En effet, la diversification peut nous protéger face aux événements peu probables mais qui de temps en temps arrivent. Qui aurait parié sur une finale inédite de l'Espagne contre les Pays-Bas ? Pas beaucoup de monde sauf peut-être Paul, le poulpe voyant...

> Le marché des obligations nominales

Comme le football, les marchés peuvent aussi nous surprendre. Pendant la dernière décennie, les taux longs ont progressivement touché des planchers autrefois impensables. Même aujourd'hui d'un point de vue strictement fondamental, les obligations nous apparaissent chères, notamment pour des pays comme la France et l'Allemagne. Par conséquent, parier sur une hausse des taux longs semble la stratégie la plus raisonnable à long terme. Néanmoins, le graphique ci-dessous nous montre que la vitesse de retour à la valeur fondamentale des taux longs n'est pas toujours la même sur un historique et que les taux peuvent rester très longtemps surévalués, comme c'était le cas à l'époque du *conundrum* (en 2004 et 2005). A ce jour, en raison de l'incertitude actuelle qui touche en particulier les Etats européens, on ne peut pas exclure que la correction des marchés obligataires se fasse au ralenti. Que faire entre temps ? Une position directionnelle peut être prise sur les maturités plus courtes de la courbe des taux qui ont un risque plus faible. Une autre possibilité est de faire appel à des facteurs plus « tactiques » (comme le *momentum* ou les flux) et non pas macroéconomiques, pour prendre des paris de court terme tout en ayant conscience que le risque est plus élevé.



Source : Datastream, Stratégie Amundi

> L'arbitrage entre obligations nominales et obligations indexées sur l'inflation

Dans les mois qui viennent, une autre source de diversification de la performance pourrait être le marché des obligations indexées sur l'inflation.

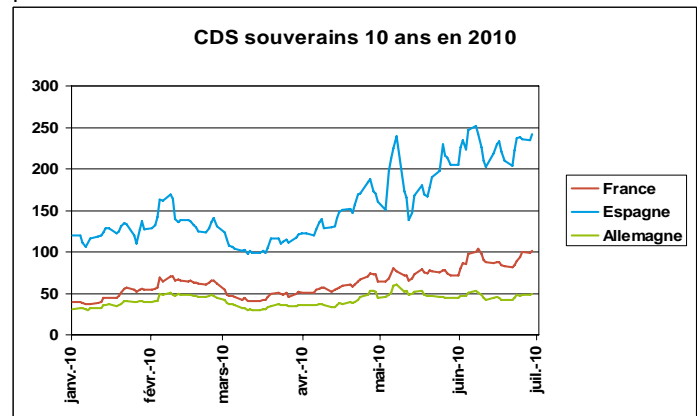
De janvier à fin juin, les indices des obligations européennes et américaines indexées sur l'inflation ont sous-performé les indices correspondant des obligations nominales. Les points-morts d'inflation valorisent désormais des anticipations d'inflation de long terme inférieures aux enquêtes réalisées auprès des professionnels (des deux côtés de l'Atlantique), et ce mouvement à la baisse a été accompagné d'une baisse des taux réels sur les niveaux les plus bas de la dernière année. Actuellement, un scénario de pressions inflationnistes nettement plus élevées à long terme nous semble peu probable et pour cette raison, nous préférons ne pas recommander d'arbitrer entre obligations indexées sur l'inflation et obligations nominales. Mais d'autres facteurs comme le portage, les flux et/ou le comportement saisonnier de l'inflation sont à surveiller, puisqu'ils pourraient rendre temporairement attrayant des arbitrages entre ces 2 marchés.

Performances	Obligations Nominales* - Europe	Obligations indexées à l'inflation - Europe	Obligations Nominales* - USA	Obligations indexées à l'inflation - USA
Janvier-Juin 2010	8,2%	4,4%	5,7%	3,8%

* Indices Barclays ajustés en duration

> Les faits à suivre prochainement

L'Espagne se hisse sur le toit du monde et oublie pour une nuit ses ennuis et espère même réussir sur le plan financier. Pour l'instant, les CDS continuent à valoriser une probabilité de défaut très haute et peut-être excessive si on ne vise pas sur un éclatement de la zone euro. Il faudra donc suivre avec attention dans les semaines à venir, et pas seulement en Espagne, les premiers résultats des *stress tests* qui pourraient avoir un impact sur l'évolution et la volatilité des marchés.



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Ombretta Signori

Normalisation de la situation en Ukraine

L'année 2010 est synonyme de changements profonds pour l'Ukraine, à commencer par l'élection du Président Viktor Yanukovich. Après deux à trois années d'instabilité politique, le pays profite d'un certain retour au calme. La relation étroite entre Yanukovich et les dirigeants russes dope aussi la confiance des investisseurs envers la stabilité de l'Ukraine. En effet, le Kremlin a apporté son soutien au nouveau gouvernement en réduisant les prix du gaz, en lui apportant une aide financière directe et en l'assurant d'un accroissement des investissements du secteur privé russe dans le pays. Les autorités rencontrent actuellement les investisseurs puisque l'Ukraine cherche à émettre sa 1^{ère} obligation en devise étrangère depuis 2007. Cela fait suite au relèvement d'un cran par Fitch de la note de l'Ukraine et à l'annonce d'un nouvel Accord avec le FMI. Les prix des actifs ukrainiens ont légèrement augmenté cette semaine, mais pas de manière prononcée, ce qui signifie que ces événements positifs étaient déjà intégrés dans les cours.

> L'accord conclu avec le FMI dope la confiance des investisseurs

Du point de vue des investisseurs, l'événement le plus notable est la mise en place d'un nouveau programme du FMI. Le précédent s'était écarté des rails à l'automne dernier car les groupes politiques très remontés en Ukraine n'ont pas pu se mettre d'accord sur des objectifs budgétaires ou des réformes structurelles à l'approche de l'élection présidentielle de début 2010. Comme les résultats de ce scrutin sont connus et que des élections parlementaires ne sont pas prévues avant septembre 2012, c'est une période propice et importante qui s'ouvre pour gouverner le pays. L'accord portera sur USD 14,9 Mds qui seront versés pendant deux ans et demi, entre août 2010 et février 2013. Les investisseurs attendront du Fonds qu'il surveille de près les performances budgétaires de l'Ukraine tout en mettant en œuvre des réformes structurelles qui n'ont que trop tardé. Sur le plan budgétaire, le FMI et l'Ukraine ont d'ores et déjà convenu que le déficit budgétaire ne devrait pas excéder 5,5% du PIB en 2010 et 3,5% du PIB en 2011. Pour atteindre cet objectif, les Ukrainiens espèrent ramener leur déficit en deçà de 5% en 2010 et réduire les dépenses publiques d'environ USD 2 Mds ces prochains mois. A plus long terme, le programme du FMI contraint l'Ukraine à engager une série de réformes structurelles touchant ses régimes fiscaux et de retraite, les douanes et l'appareil judiciaire. Une réorganisation s'impose dans ces domaines depuis de nombreuses années. Autre domaine dans lequel le précédent programme du FMI a pataugé : la libéralisation des prix du gaz. En 2009, à maintes reprises, le précédent gouvernement n'a pas tenu sa promesse d'augmenter les prix du gaz pratiqués aux entreprises et ménages. Le nouveau gouvernement indique qu'il relèvera de 50% les tarifs locaux du gaz avant fin 2010. S'il dispose d'une majorité suffisante au Parlement pour tenir cet engagement, il se heurtera inévitablement à des réactions hostiles. L'accord conclu cette année avec le

groupe russe Gazprom pour qu'il lui accorde des rabais importants doit permettre à l'Ukraine de remédier au décalage déjà ancien entre le prix payé pour le gaz russe et le prix facturé à la population ukrainienne. Cet accord, qui a permis à l'Ukraine d'acheter le gaz russe à un prix inférieur de 27% au prix du marché en vigueur en 2010, a une durée indéterminée et est pour l'essentiel conditionné par les relations politiques entre les deux pays. Le maintien de ce rabais est indispensable pour répondre à un impératif du nouveau programme du FMI, qui exige de limiter le besoin de financement non couvert de Naftogaz (monopole de distribution du gaz en Ukraine) à 1% du PIB en 2010. Le programme du FMI obligeant l'Ukraine à résorber totalement le déficit de financement de Naftogaz en 2011, l'Ukraine devra absolument continuer à entretenir de bonnes relations avec la Russie à moyen terme. Que l'Ukraine soit ou non en mesure d'émettre une obligation libellée en dollar ce mois-ci à un prix raisonnable pour le nouveau gouvernement, les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux opportunités locales sur le marché ukrainien. Ils attendent notamment beaucoup d'une importante tranche d'«obligations TVA» prochainement. Ces obligations à 5 ans sont émises (à la place de liquidités) pour dédommager les exportateurs ukrainiens ayant droit à des rabais sur la taxe à la valeur ajoutée (mais n'en ayant pas bénéficié) qui ont été calculés pendant la crise financière internationale. Le montant total de ces arriérés publics est estimé à environ USD 2,5 Mds. Les exportateurs ont accepté avec réticence un coupon très faible (5,5%) sur ces «obligations TVA» et les économistes locaux pensent que ces sociétés gourmandes en liquidités écouleront très rapidement ces titres sur le marché secondaire, avec des décotes probablement élevées. Pour les investisseurs qui sont à l'aise avec l'évolution à moyen terme de la monnaie, la hryvnia (UAH), ces obligations sont susceptibles d'afficher des rendements plutôt attrayants. Les responsables ne pensent pas que l'offre ponctuelle d'«obligations TVA» remettra en question la capacité du Trésor à vendre de la dette locale durant les semaines et mois à venir, même si UAH 18 Mds équivalent à 75% de la dette locale totale émise pendant le S1.2010.

Toutefois, des informations ont filtré selon lesquelles la ville de Kiev pourrait se voir contrainte de restructurer ses trois obligations en dollar (à échéance 2011, 2012 et 2015) valorisées à USD 700 Mln. La situation financière de la municipalité semble tendue, compte tenu de l'ampleur de la récession l'an dernier. Nous avons beaucoup de mal à imaginer comment Kiev pourrait échapper à une restructuration de sa dette à un moment ou à un autre ces 12 prochains mois, à moins que la ville ne se fasse renflouer par l'Etat. Evidemment, la date à laquelle les informations ont été divulguées a soulevé de nombreuses questions au sujet des relations entre les responsables politiques de Kiev (rescapés de la période «orange») et le nouveau gouvernement national. Toutefois, lorsque les difficultés de financement se feront plus grandes, la communication entre Kiev et le gouvernement national devrait s'améliorer puisque les dirigeants de la municipalité chercheront à obtenir l'aide des autorités.

Blaise Antin

Les faits marquants de la semaine du 5 au 9 juillet 2010

> Marchés : l'euro reprend quelques couleurs

- **La confirmation de la publication des stress tests le 23 juillet prochain...** : le Comité Européen des Superviseurs Bancaires a précisé que 91 banques sont concernées par ces tests de résistance qui seront publiés sur une base individuelle. Parmi elles, 27 sont espagnoles, 14 allemandes, 6 grecques et 4 françaises. Les modalités des éventuelles recapitalisations de certaines d'entre elles n'ont en revanche pas été précisées.
- **...et le relèvement par le FMI de ses prévisions de croissance...** : le FMI a augmenté sa prévision de croissance mondiale de 4,2 à 4,6% pour 2010. Les prévisions des principaux pays émergents sont revues à la hausse, la plus marquée concernant le Brésil (+1,6pp à 7,1%). Le FMI anticipe désormais une croissance de 3,3% en 2010 et 2,9% en 2011 aux Etats-Unis. Notons enfin que les prévisions de croissance pour la France et le Royaume-Uni ont été revues à la baisse, à respectivement 1,4% et 1,2% pour 2010.
- **...rassurent les marchés** : les valeurs bancaires ont enregistré de fortes hausses à la suite de ces précisions apportées par le CEBS sur les modalités des stress tests. Dans ce contexte de moindre volatilité, l'euro s'est de nouveau apprécié (clôture de la semaine à 1,26 face au dollar) et les spreads souverains de la zone euro se sont resserrés. Le succès de l'émission de EUR 6 Mds par l'Espagne y a aussi contribué.
- **Pas de changement du côté de la BCE...** : sans surprise la BCE a laissé ses taux directeurs inchangés. J-C.Trichet a souligné l'importance de la publication des stress tests des banques ; il a aussi précisé que la situation s'améliorait sur le marché des obligations d'Etat de la zone euro. Il n'a pas modifié son jugement sur l'économie.
- **...ni de la Banque d'Angleterre** : la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 0,5%, tout comme le montant de son programme d'achats d'actifs. Il faudra attendre la publication des Minutes le 21 juillet pour savoir si l'un des membres s'est prononcé en faveur d'une hausse de taux comme lors du comité de juin. Ce *statu quo* devrait perdurer au cours des prochains mois. Malgré les récentes données mieux orientées qu'anticipé, la reprise reste en effet fragile.

> États-Unis : le crédit à la consommation reste en berne

- **Repli de l'ISM non manufacturier** : cet indice de climat des affaires dans le secteur des services s'est replié de 55,4 à 53,8 en juin. Cette baisse fait suite à celle (plus forte) de l'indice du secteur manufacturier publié la semaine dernière. A ce niveau, l'indice est proche de sa moyenne de long terme et confirme que la reprise de l'activité reste peu vigoureuse aux Etats-Unis.
- **Nouvelle baisse des crédits à la consommation** : les crédits à la consommation octroyés aux ménages ont reculé plus qu'anticipé sur le mois de mai. Dans un contexte de chômage élevé, ce chiffre confirme que les banques durcissent les conditions d'octroi de prêts. Cela devrait continuer de peser sur la consommation des ménages américains au cours des prochains mois.

> Europe : la croissance de la production industrielle reste bien orientée

- **Forte hausse de la production industrielle en Allemagne et en France en mai** : la production industrielle a augmenté de 2,6% sur le mois de mai (+12,4% en glissement annuel) en Allemagne. Le secteur industriel allemand semble avoir profité d'une forte demande externe, les exportations ayant nettement rebondi au cours de la même période. Ce chiffre plaide pour une croissance du PIB très soutenue au 2^{ème} trimestre. En France, la production industrielle a également surpris à la hausse (+1,7% sur le mois de mai), tout comme en Italie.
- **Au Royaume-Uni, la production industrielle est aussi ressortie en hausse** : la production industrielle a crû de 0,7% sur le mois de mai. Cette croissance est en ligne avec les dernières enquêtes de confiance et indique que la croissance du PIB au 2^{ème} trimestre sera soutenue.

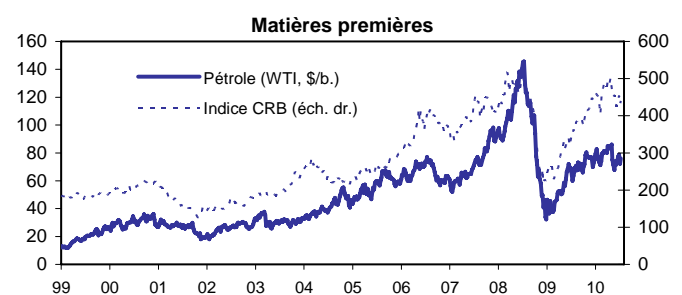
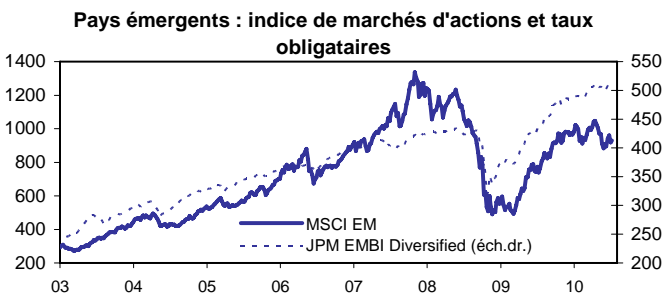
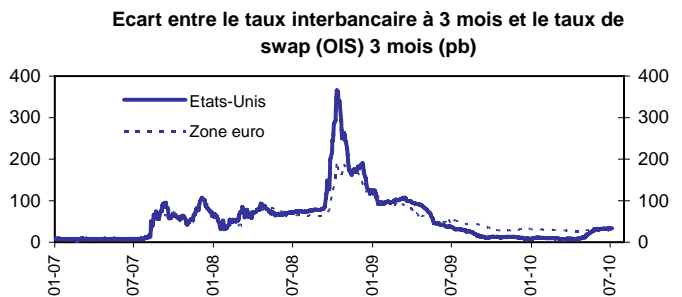
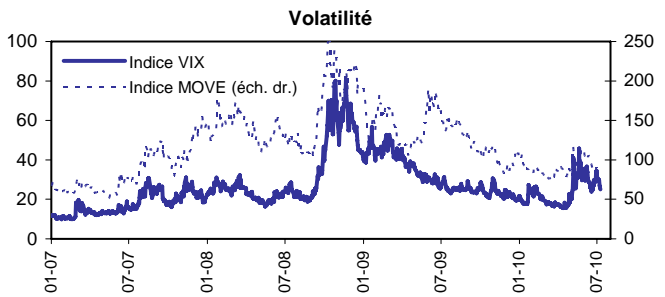
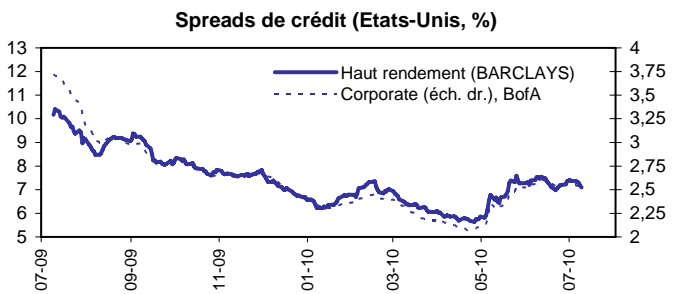
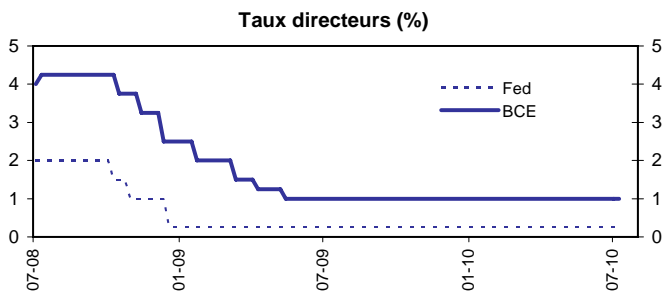
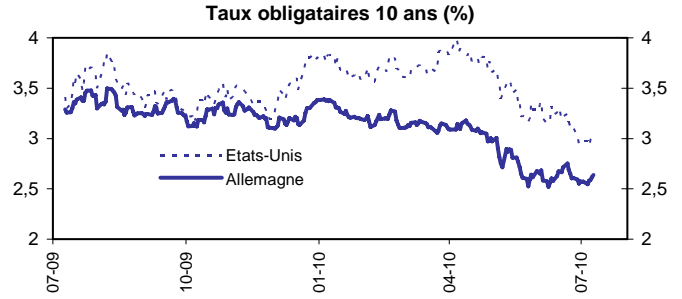
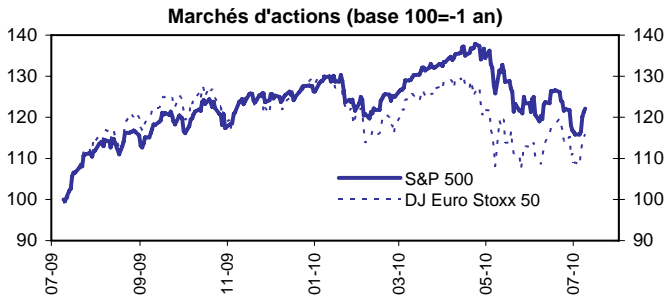
> Asie : hausses de taux en Corée du sud et en Malaisie

- **Les banques centrales de Corée du sud et de Malaisie annoncent une hausse de taux** : elles ont toutes deux augmenté leur taux directeur de 25pb, à respectivement 2,25% et 2,75%. En Corée, cette hausse de taux est la première depuis août 2008, tandis que c'est la troisième depuis le début de l'année en Malaisie, où l'augmentation des prix à la consommation a été plus marquée au cours des derniers mois. Dans les deux cas, les communiqués consécutifs à ces annonces soulignent que la politique monétaire restera accommodante au cours des prochains mois.

A suivre cette semaine (du 12 au 16 juillet)...

Lundi 12	<ul style="list-style-type: none">▪ Royaume-Uni : indice de confiance RICS de l'immobilier (juin).▪ Chine : masse monétaire et crédit (juin), prix de l'immobilier (juin).
Mardi 13	<ul style="list-style-type: none">▪ États-Unis : balance commerciale (mai).▪ Japon : production industrielle (mai), confiance des consommateurs (juin).▪ Allemagne : enquête de confiance ZEW (juillet).▪ Royaume-Uni : inflation (juin).
Mercredi 14	<ul style="list-style-type: none">▪ Chine : PIB (T2), ventes au détail (juin), inflation (juin), production industrielle (juin).▪ États-Unis : ventes au détail (juin), minutes du FOMC.▪ Zone euro : production industrielle (mai).▪ Royaume-Uni : rapport sur l'emploi (mai).
Jeudi 15	<ul style="list-style-type: none">▪ États-Unis : production industrielle (juin).▪ Japon : comité de politique monétaire de la Banque du Japon.
Vendredi 16	<ul style="list-style-type: none">▪ États-Unis : inflation (juin), confiance des ménages (Université du Michigan, juillet).▪ Zone euro : balance commerciale (mai).

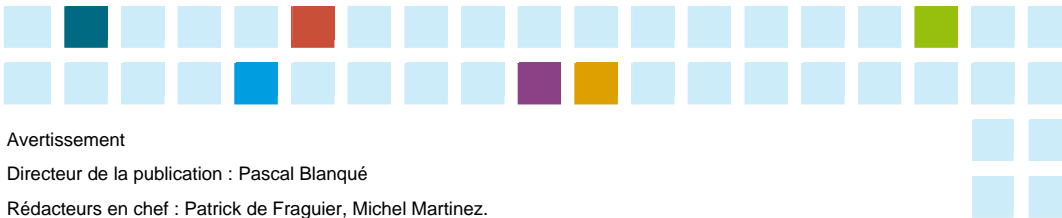
Indicateurs de marchés



Taux de change (12 juillet 2010)

	Taux	Var. sur 1 semaine, %	Var. depuis Jan. 2010, %	Fin d'année				
				2009	2008	2007	2006	
		Appréciation/Dépréciation de la devise locale						
USD/EUR	1,26	0,7%	-12,3%	1,44	1,39	1,47	1,32	
USD/GBP	1,51	-0,6%	-6,8%	1,62	1,46	2,01	1,96	
GBP/EUR	0,84	-1,3%	6,2%	0,89	0,95	0,73	0,67	
JPY/USD	88,51	-1,1%	4,4%	92,43	90,64	112,04	119,16	
JPY/EUR	111,9	-1,8%	19,1%	133,2	126,1	164,9	156,9	
CHF/USD	1,05	1,0%	-2,4%	1,03	1,07	1,12	1,22	
CHF/EUR	1,33	0,3%	11,3%	1,48	1,49	1,65	1,61	

Sources : Stratégie et Recherche économique d'Amundi, Datastream et Bloomberg.



Avertissement

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.

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.

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.

Correspondants

Rédacteurs en chef

Patrick de Fraguier (Paris)
+33 1 76 33 91 59
Michel Martinez (Paris)
+33 1 76 37 23 84

Paris

Marc-Ali Ben Abdallah
Didier Borowski
Marie Brière
Bastien Drut
Clémentine Gallès
Delphine Georges
Julien Marcilly
Nathalie Navarre
Florian Roger
Ombretta Signori
Ibra Wane

Los Angeles (TCW)

Blaise Antin
Marcela Meirelles
Brett Rowley
Jean Charles Sambor

Milan

Sergio Bertoncini

Mumbai

Nidhi Chawla

Tokyo

Masanaga Kono
Akio Yoshino

Assistantes

Hélène Leconte (Paris)
Josseline Materne (Paris)
Hélène Reto (Paris)
Myrella Suarez (TCW)