

Regard sur les marchés

Le mois d'avril s'avère au final aussi clément sur le plan boursier que météorologique, avec une progression des indices modérée mais sensible, généralement comprise entre 3 % et 5 %. Ce score boursier satisfaisant provient toutefois de la conjonction de facteurs assez divergents : catalyseurs d'optimisme d'une part relevant généralement de la sphère micro-économique, et éléments moins encourageants à mettre davantage au compte de la macro-économie.

• **Aux Etats-Unis tout d'abord, l'écart est frappant entre des résultats économiques au premier trimestre décevants par rapport aux attentes, et une saison des résultats excellente.**

Les indicateurs avancés de l'économie américaine laissent espérer une croissance du PIB à 3,5 % sur Q1, et si la consommation rassure, la contribution des dépenses publiques et de l'investissement immobilier nous ramène en revanche à moins de 2 % ! La FED envisage une progression d'environ 3 % en 2011, ce qui nécessitera une accélération pour les trimestres à venir, non acquise à ce stade, et avec en perspective un budget 2012 plus restrictif. Wall Street n'en a cure, les 2/3 des résultats Q1 sont sortis avec 70 % de surprises positives et un ajustement de 6 % au-dessus des attentes du consensus (soit + 8 % hors financières). Les révisions pour Q2 sont encourageantes, quoique dopées par les prix sur le secteur pétrolier, et en repli sur les valeurs industrielles ou de consommation cyclique impactées par les matières premières. Mieux encore, ce dépassement du consensus s'est accompagné comme pour Q4 2010, d'un ajustement significatif des chiffres d'affaires (+2 % environ). **Les grands groupes qui réalisent une part prépondérante de leur CA à l'international** peuvent indiscutablement remercier le dollar dont la valeur pondérée par les échanges a baissé de 5 % depuis 1 an.

• En Europe le panorama est différent. On observe plutôt un rebond de la croissance sur Q1, à l'exception des pays du sud, accompagné d'un sursaut d'inflation. Les annonces de résultats sont moins avancées mais on note déjà que la règle américaine

de révision en hausse s'applique bien moins systématiquement en Eurozone. **L'écart de croissance bénéficiaire de part et d'autre de l'Atlantique se creuse** ainsi, avec près de 17 % de hausse des profits attendue aux US en 2011 contre moins de 12 % en zone euro, dévaluation compétitive du dollar et de la livre oblige...

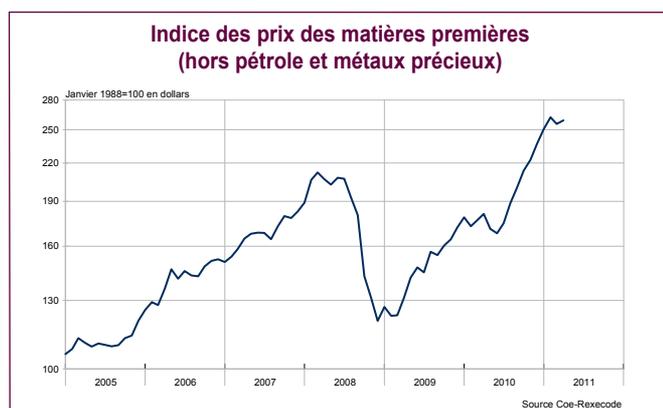
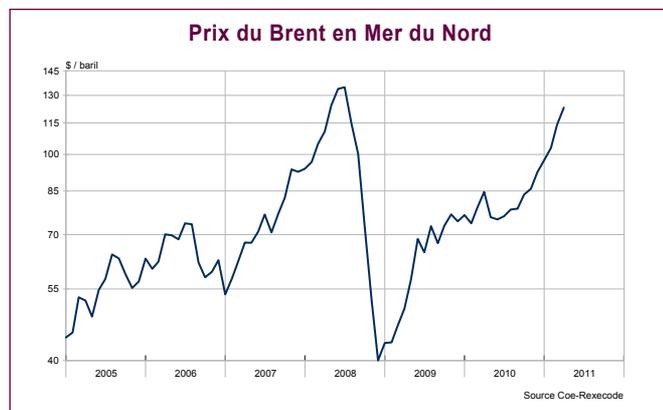
- Autre grand thème de **divergence** entre les deux zones confirmé en avril : celui **des politiques monétaires**, avec un resserrement BCE opéré comme prévu en début de mois, tandis que la FED semble privilégier une échéance différée après l'amorce de la normalisation de son bilan. On observe ainsi des **effets corollaires majeurs sur la parité euro/dollar**, mais aussi sur la partie longue des courbes de taux ! Car si le niveau des rendements à 10 ans a peu changé sur le mois, restant au voisinage de 3,30 % tant aux US qu'en Allemagne, la crédibilité de la BCE impacte favorablement la pente 10 ans / 30 ans allemande, beaucoup plus réduite qu'outre-atlantique.
- Enfin, **le regain de tension sur les dettes périphériques** constitue à nouveau un facteur d'instabilité, tandis que pointent les alertes des agences de notation sur la dette américaine. Peu d'éléments nouveaux, si ce n'est la difficulté des pays du sud à atteindre leurs objectifs budgétaires, et l'immobilisme des autorités européennes face à la dérive des rendements devenus résolument insoutenables. Mais ce constat entretient le débat sur **l'imminence d'une restructuration de la dette grecque, ce qui nous semble à ce stade prématuré.**

En synthèse, les bonnes nouvelles sur les entreprises semblent un peu derrière nous, le momentum macro-économique paraît moins favorable pour les mois qui viennent, et la thématique de soutenabilité des dettes publiques fait un retour en force. Cette conjonction de facteurs nous conduit, comme nous le détaillons en dernière page, à **alléger nos niveaux d'exposition sur les classes d'actifs risqués**. La traditionnelle saisonnalité des performances boursières devrait permettre de meilleurs points d'entrée.

Selon les indicateurs publiés au mois d'avril, la croissance mondiale est restée soutenue dans la période récente. Les quelques signes de ralentissement, notamment dans les pays émergents, bien évidemment au Japon et de façon plus inattendue aux Etats-Unis au premier trimestre, doivent **s'interpréter au stade actuel comme une normalisation après une période de rebond vigoureux et non comme un changement de tendance significatif.**

Au Japon, les effets du séisme commencent à se voir dans les premiers chiffres macroéconomiques disponibles qui ont trait essentiellement au commerce extérieur. Les perturbations de la production nationale ont entraîné dès le mois de mars un recul des exportations japonaises (de près de 5 %) et une augmentation des importations (de 3 %). Ce double mouvement bénéficie très temporairement aux partenaires commerciaux mais le risque est celui d'un tassement voire d'un recul de l'économie japonaise.

Les graphiques montrent l'évolution depuis 2005 du prix du baril de pétrole (brent) et de l'indice des prix de l'ensemble des matières premières hors pétrole et métaux précieux. Les deux indices sont en dollars. On observe que la hausse de 2010-2011 est désormais de la même ampleur que celle de 2005 à 2008 et qu'elle s'est réalisée dans un délai plus court. Le « choc » est donc très significatif.



Les prix des produits de base (pétrole et matières premières) reflètent généralement les mouvements de l'activité mondiale. Ils donnent actuellement des signaux inégaux. Le prix du pétrole est toujours orienté à la hausse. Sur les six derniers mois, le taux d'accroissement du prix du baril en dollars est de l'ordre de 150 % en rythme annualisé et de 90 % l'an en euros. Les tendances des prix des matières premières se sont en revanche infléchies depuis trois mois. Les cours des métaux comme des matières premières industrielles plafonnent en dollars et tendent à baisser en euros. On notera aussi que l'indice des taux de fret maritime des cargaisons sèches a recheté en avril. **Ces résultats peuvent refléter une demande mondiale un peu moins dynamique** s'accompagnant de restrictions d'offre plus marquées pour le pétrole que pour les matières premières, notamment en raison des événements survenus dans le monde arabe.

L'inflation importée entraîne partout les prix à la consommation à la hausse. Sur les trois derniers mois connus (généralement sur le premier trimestre 2011), le rythme a atteint 6 % aux Etats-Unis, 4 % en moyenne dans la zone euro où le glissement sur un an dépasse largement 2 %. Il s'est élevé à 2,6 % en Allemagne et 2,8 % pour l'ensemble de la zone euro. Le taux d'inflation anticipé dans la zone euro reste cependant limité et si la masse monétaire a recommencé à progresser après une stagnation de plusieurs mois, sa progression de l'ordre de 2 à 3 % l'an reste faible, plus faible que l'augmentation du PIB nominal. Malgré les incertitudes sur la reprise, le niveau toujours élevé du chômage et l'absence de risque inflationniste, la Banque Centrale Européenne a profité de l'amélioration conjoncturelle pour amorcer une normalisation de ses taux d'intervention. Le principal taux de refinancement, qui était à 1 % depuis plusieurs trimestres a été augmenté à 1,25 % et les marchés s'attendent à ce que cette hausse amorce un retour relativement rapide vers le niveau de 2 %.

Dans ce contexte plutôt favorable, les quelques signes d'hésitation viennent des enquêtes de conjoncture de nature qualitative. Leurs résultats restent bons mais ne progressent plus ou même reculent un peu, ce qui traduit une perspective d'affaiblissement de la croissance. Il conviendra donc d'être attentif à l'évolution des prochaines enquêtes. **Un simple reflux ne serait pas préoccupant compte tenu des niveaux élevés actuels. Une chute un peu brutale n'est cependant pas à exclure compte tenu de l'impact des hausses de prix.**

Perspectives économiques

A court terme, la croissance paraît assurée, il y a même des raisons d'optimisme à moyen terme. La demande est bien orientée, les capacités de production excédentaires ont pratiquement disparu aux Etats-Unis comme dans la zone euro et on peut s'attendre à un retour de l'investissement productif, ce qui donnerait le signal d'une vraie reprise économique.

Les déséquilibres de balances des paiements se sont plutôt réduits. Le déficit de la balance courante des Etats-Unis est revenu de son point extrême de 2006 à près de 800 milliards de dollars à un chiffre inférieur à 500 milliards de dollars. L'excédent chinois qui avait dépassé 300 milliards de dollars en 2007-2008 est actuellement plus proche de 100 milliards de dollars. Quant au Japon, sa balance commerciale a été mise à mal par le séisme, l'excédent commercial a brutalement disparu et il faudra sans doute du temps avant un retour à la normale.

Mais d'autres menaces pour la croissance sont apparues. La plus importante à nos yeux est la hausse des prix des produits de base, pétrole et matières premières. Cette hausse constitue un prélèvement sur les revenus des pays consommateurs. Ce prélèvement n'est recyclé qu'en partie sur les marchés des biens et services, le reste l'étant sous forme d'épargne financière, ce qui est favorable aux prix des actifs mais pas à la demande finale de biens. **Au total, le prélèvement pénalise la consommation des pays importateurs sans être compensé par une demande équivalente des pays producteurs.** Il constitue un frein à la croissance. Or les hausses récentes de prix sont désor-

mais du même ordre de grandeur que celles de 2006-2008 hausses qui avaient abouti au renversement de conjoncture. A l'époque, la crise bancaire avait très largement amplifié l'inversion conjoncturelle par ses aspects systémiques, mais le choc de prix avait largement contribué à détériorer le contexte macroéconomique. La situation actuelle est assez différente mais il faut prendre toute la mesure des conséquences macroéconomiques des hausses de prix des commodités mondiales. Il n'est pas douteux que leurs effets sont négatifs pour l'activité économique, notamment dans les pays développés où ils prolongeront la durée de la période de "convalescence".

Une inconnue plus liée aux marchés de capitaux concerne le risque sur la dette souveraine des pays européens à fort déficit, Grèce et Portugal notamment. En termes de risque pays, compte tenu de leur taille, le problème est relativement circonscrit. Les plans mis en œuvre sont largement suffisants pour permettre aux pays concernés d'assurer leurs échéances. Mais la poursuite de l'écartement des taux de rendement des dettes souveraines montre que les opérateurs estiment que le risque de défaut, ou ce qui revient au même, la probabilité d'une restructuration de la dette augmente, d'autant plus que "l'après-2013" reste flou. **Cette restructuration n'implique pas nécessairement une rupture financière. Il est probable qu'elle se fera de façon maîtrisée** par mutualisation des pertes. Il est important pour cela que la menace d'extension (notamment à l'Espagne) soit complètement écartée, ce qui demandera du temps et pourra susciter de nouvelles périodes d'agitation des marchés obligataires.

Scénario de référence 2011 et 2012

		2010	2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,9	2,8	3,0
	Zone euro	1,7	2,0	1,8
Taux d'inflation*	Etats-Unis	1,6	2,5	2,2
	Zone euro	1,6	2,5	1,9
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50	2,00
	BCE	1,00	1,75	2,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,30	4,00	4,00
	OAT	3,35	4,00	4,00

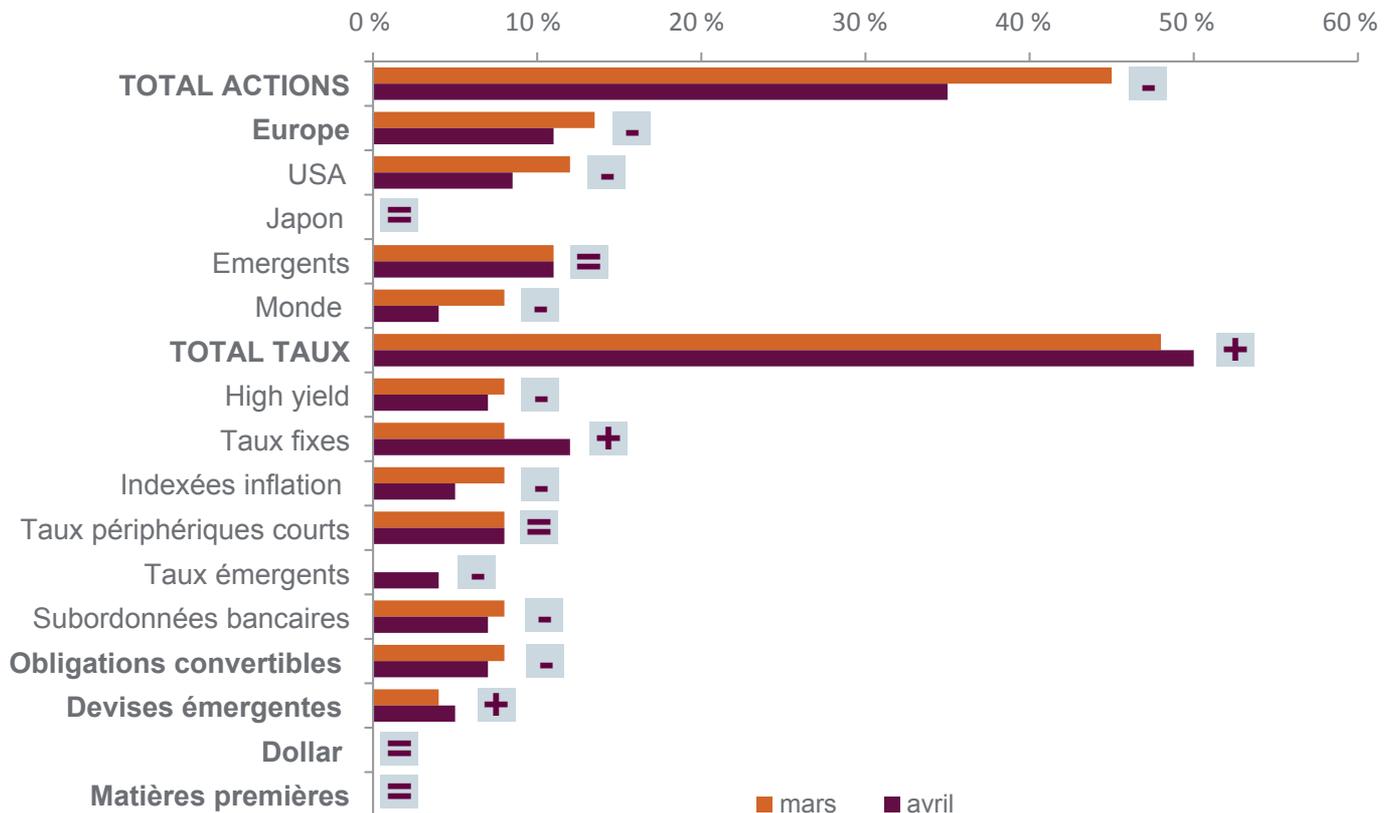
Nous prenons en compte le chiffre décevant (mais provisoire) du PIB américain pour le premier trimestre 2011. Nous restons relativement confiants sur la croissance et nous retenons une normalisation partielle des politiques monétaires d'ici la fin 2012.

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Diminution du risque

Nous avons profité de la bonne tenue des marchés actions, portées par les publications des résultats des entreprises américaines et l'assurance de la poursuite d'une politique monétaire accommodante de la part de la FED, pour prendre des profits.

Nous avons vendu la moitié de notre position sur les petites valeurs US et cédé la position tactique Eurostoxx 50 que nous avons initiée le mois dernier.

Nous avons augmenté la sensibilité du portefeuille lors de la hausse des taux longs au cours du mois.

Nous avons également renforcé notre exposition sur les devises émergentes qui devraient mieux se comporter à la fois contre dollar ou euro.

Le marché actions devrait marquer une pause : les bonnes nouvelles semblent anticipées et les interrogations nombreuses.

On aime à nouveau
> les taux fixes

On renforce
> Les devises émergentes

On allège
> Les actions

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.