

Situation Macroéconomique – Avril 2010

Après ce premier trimestre, il nous paraissait intéressant de faire un point sur les différents indicateurs macroéconomiques des grandes zones. 2010 avait été annoncée comme stratégique pour la croissance future après les déboires de 2008 et le fort rebond entamé en 2009. Cette revue mensuelle nous aidera donc à dresser un portrait de la situation actuelle et comprendre les enjeux restants de 2010. L'accent est posé sur les grandes différences entre les économies émergentes et les pays matures.

$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$

La consommation :

USA :

Le maintien de la consommation privée aux Etats-Unis s'est illustré dans les chiffres du PIB au quatrième trimestre 2009 : après révision, la croissance de la consommation s'élève ainsi à +1.6%. Les chiffres de ventes de détail pour le début d'année 2010 sont bien orientés : +0.1% en janvier, +0.3% en février.

Nous étions plutôt sceptiques quant à la tenue de la consommation. La hausse importante du chômage et la baisse du crédit à la consommation ne présageaient guère un bel avenir. Pour autant, même si le chômage se maintient à 9.7%, les encours des prêts à la consommation ont repris le chemin de la croissance. Par ailleurs, l'économie américaine commence à recréer des emplois (162 000 en mars dans l'industrie non-manufacturière).

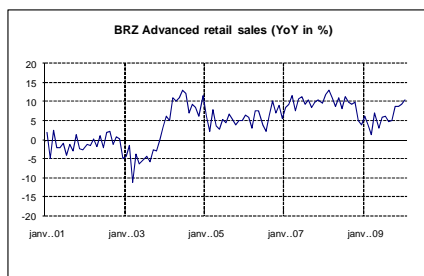
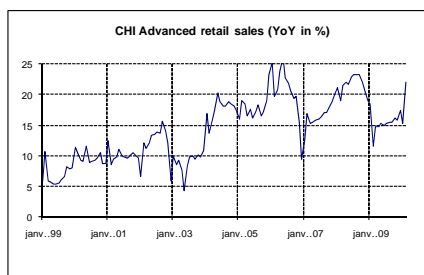
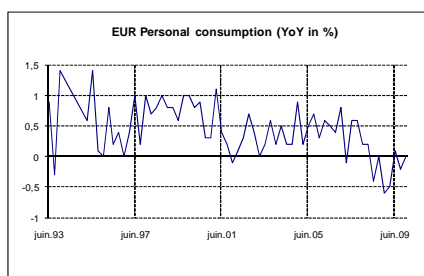
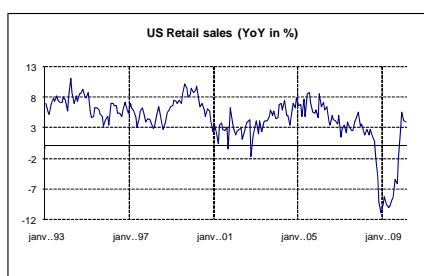
Le consommateur américain a repris un certain appétit pour la consommation, même s'il adoptera probablement un comportement prudent d'ici la fin de l'année. Les incertitudes qui planent sur le marché de l'emploi, la taxation montante (pour financer les déficits publics) et le besoin de « deleveraging » sont en effet les contraintes auxquelles il devra faire face.

Europe :

Ce qui restera marquant au cours de ce premier trimestre en Europe est la disparité avec laquelle les pays sortent de la crise. Dans notre revue mensuelle de février, nous soulignons la forte chute de la consommation des pays du Sud, Espagne en tête. En Allemagne et en France, la consommation a, elle, mieux résisté, même si ce début d'année apparaît plus difficile (les dépenses de consommation en France continuaient en effet de croître au 4T2009, alors qu'elles diminuent en 2010).

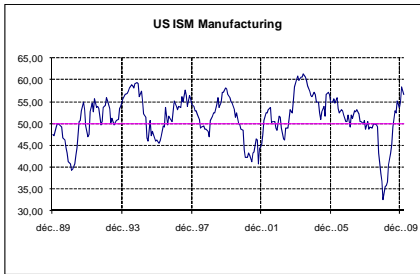
Pays émergents :

Au sein des BRIC, la consommation s'est plutôt bien maintenue. Bien que les ventes automobiles aient plus souffert en Chine et au Brésil (à mettre en relation avec la forte croissance connue en 2009), la consommation globale a continué de croître. Fait marquant, les chinois ont retrouvé une consommation soutenue (graphique ci-contre). Les mesures mises en place par le gouvernement pour substituer la baisse des exportations par la consommation intérieure commenceraient ainsi à porter leurs fruits. Nous resterons donc vigilants à l'évolution de cette donnée, tant la croissance mondiale semble dépendre de la bonne santé de l'économie et du consommateur chinois.



$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$

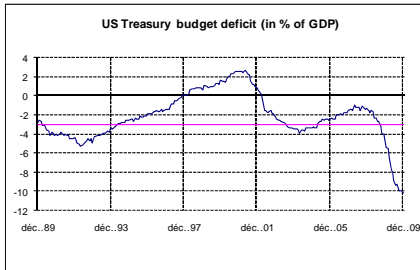
L'investissement :



La variable investissement apparaît bien orientée mais avec des effets de base très favorables : les indices des directeurs d'achat (ISM) consolident à des niveaux supérieurs à 50, synonyme d'un accroissement économique (59.6 pour l'indice de l'industrie manufacturière et 55.4 pour le non-manufacturier). Ceci se reflète dans les commandes de biens durables : malgré une correction en février (-2.9%), elles avaient augmenté en janvier et décembre (respectivement +1.9% et +2.3%). La tendance semble par ailleurs se confirmer en analysant la composante « new order » de l'ISM non-manufacturier qui se situe à 62.3. L'autre élément à souligner est la fin de la divergence entre l'ISM manufacturier et celui des services.

$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$

Dépenses gouvernementales :



Le premier trimestre 2010 a été le théâtre des difficultés rencontrées par les gouvernements dans la gestion de leur budget.

Alors qu'en 2009, les plans de relance étaient massifs, on accordait des aides fiscales pour relancer la consommation, **le mot d'ordre, aujourd'hui, est de contenir les déficits budgétaires** pour limiter la hausse de la dette publique.

Dans un premier temps, le choix a été de limiter les dépenses. En effet, au-delà de son impopularité, augmenter les taxes (deuxième possibilité pour diminuer les déficits) auraient un impact négatif sur la consommation. Pour autant, si la croissance ne vient pas résorber les déficits, cette solution apparaîtra inévitable.

Autre point d'orgue de la période, les inquiétudes sur les finances d'Europe du Sud. Après le stress observé sur le taux grec, des accords de soutien ont été décidés, sans pour autant rassurer.

La question de dettes publiques restera, selon nous, un thème majeur des années 2010 et suivantes. Il en va de pair la capacité des états à soutenir l'économie en cas de difficulté.

$$G = C + I + G + (X - M) + \Delta \text{ stocks}$$

Variation des stocks :

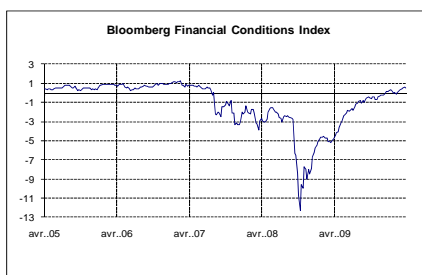
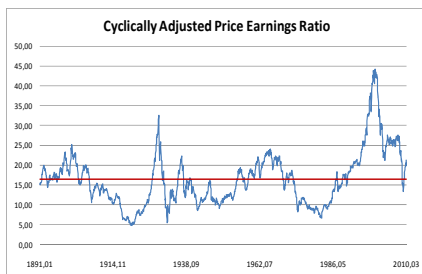
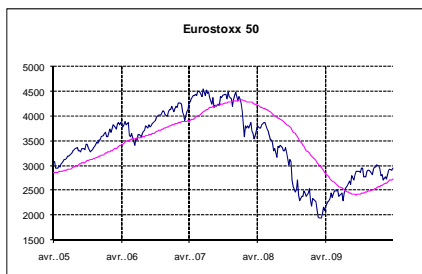
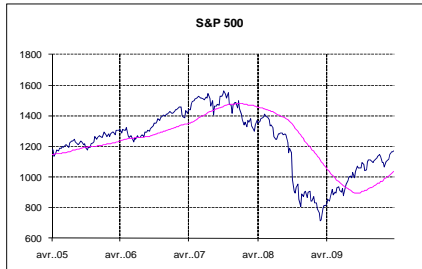


Les entreprises ayant moins déstocké au 4ème trimestre 2009, cette variable a contribué positivement à hauteur de 3.79 points à la croissance du quatrième trimestre aux Etats-Unis. Cette tendance s'est confirmée en début d'année avec un début de restockage (variation des stocks MoM : + 0.73 milliards \$ en janvier).

Pourtant, **ce facteur pourrait commencer à s'estomper.** En effet, nous avons l'habitude de regarder les ratios stocks/ventes. Ces derniers ont continué de baisser au premier trimestre pour atteindre de bas niveaux pour les stocks commerciaux, proches du client final, mais restent encore élevés lorsqu'il s'agit des stocks manufacturiers de biens durables. La variation des stocks dépendra donc fortement de la croissance de la consommation d'ici la fin de l'année.

Situation des Marchés – Avril 2010

Action – Obligation – Risques



USA & Europe :

En mars, les marchés actions ont semblé moins perturbés que le mois précédent. Les craintes sur les déficits budgétaires ne sont pas effacées, mais n'influencent pas autant l'évolution des cours des actions. Mars a donc été marqué par une hausse significative des marchés. Cependant, après un rebond historique depuis mars 2009, les indices pourraient buter sur des niveaux stratégiques : 3000 points pour l'Eurostoxx 50, 1180 points pour le S&P500 (plus haut de l'année).

Performances depuis fin 2009 :

- - 1.14% pour l'Eurostoxx 50
- + 4.87% pour le S&P 500
- + 5.68% pour le Nasdaq
- + 5.15% pour le Nikkei

Le retour d'une croissance économique américaine plus dynamique face à une Europe au point mort a entraîné une surperformance du S&P500 face à l'Eurostoxx 50. Les troubles politiques liés à la crise grecque n'aident pas une Europe engluée dans le manque de relais de croissance et dans la spirale des déficits budgétaires. Pour autant, les valorisations sont de moins en moins attrayantes : le ratio Price/Earning ajusté des cycles économiques du S&P500 se trouve actuellement à des niveaux de 21.34 face à une moyenne historique de 16.39. Malgré la relative bonne tenue de la consommation américaine, l'idée de sélectionner des entreprises ayant une exposition marquée de leur activité sur une zone de croissance soutenue, tels les émergents, semblent faire son chemin.

Côté européen, les niveaux de valorisations sont plus faibles, ce qui peut être expliqué par une reprise économique moindre et l'instabilité qui règne sur la zone monétaire euro.

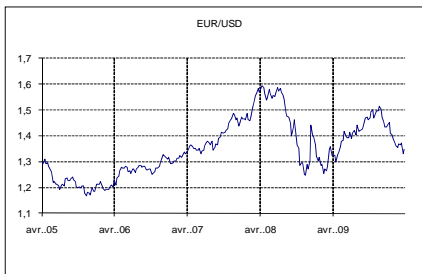
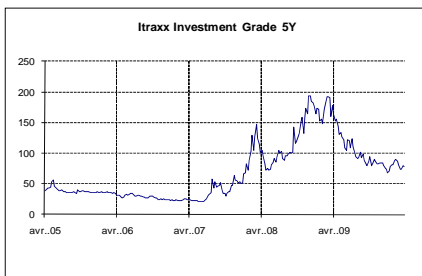
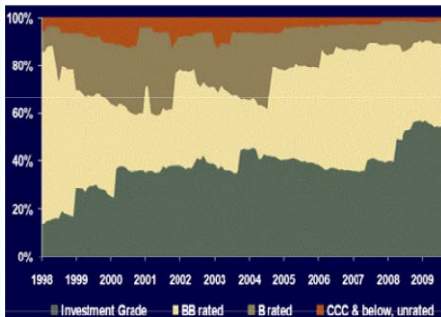
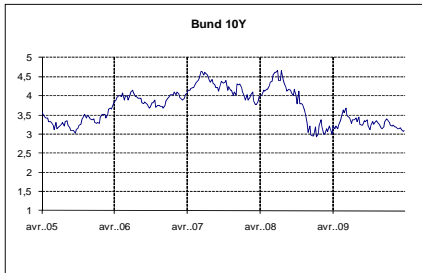
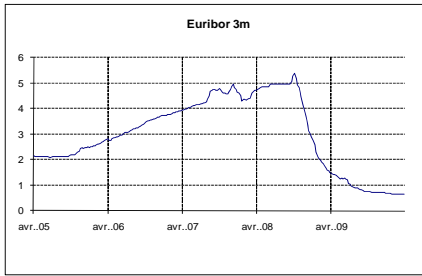
Marchés émergents :

Les principaux marchés émergents ont, eux, évolué en ordre dispersé le mois dernier. Le marché russe s'est ainsi fortement apprécié alors que le Brésil et la Chine ont enregistré une performance plus faible que les pays développés. La volonté du gouvernement chinois de limiter la surchauffe de son économie par des mesures de resserrements monétaires semble certes nécessaire, mais inquiète, tant la position de la Chine comme moteur de la croissance mondiale future est stratégique. Nous resterons donc attentifs aux différents discours des autorités dans les prochaines semaines.

Performances depuis fin 2009 :

- + 2.60% pour le Brésil
- - 5.13% pour la Chine
- + 8.85% pour la Russie

Action – Obligation – Risques



USA / Europe :

Ce premier trimestre reste marqué par les politiques monétaires très accommodantes tant aux USA qu'en Europe. Les taux court terme restent historiquement bas comme on peut le voir sur le graphique ci-contre (Euribor 3 mois).

Le discours de la banque centrale américaine (FED) n'a pas été modifié, Mr Bernanke utilise toujours la même rhétorique : « The fed fund rate will remain low for an extended period of time ». Comme déjà évoqué dans nos revues mensuelles précédentes, l'indicateur précurseur d'une hausse des taux reste l'amélioration de l'emploi et sur ce point la route sera longue.

En Europe, la situation est encore plus propice à une politique de taux bas. Le retour de la croissance économique semble faible et surtout disparate, avec des pays en grande difficulté budgétaire qui ont accumulé des niveaux de dette difficilement soutenables. Le cas de la Grèce est clairement révélateur de cette situation mais aussi des faiblesses structurelles de l'Union Européenne, incapable de parler d'une seule voix. L'absence de réforme structurelle dans les pays du sud de l'Europe mais aussi dans des pays de taille plus importante comme la France pénalisera la reprise économique. Cette situation entrainera tôt ou tard des hausses d'impôts pour réduire les déficits.

Emergents :

Contrairement aux pays développés, les zones émergentes sont les grandes gagnantes de cette crise. La surperformance économique des pays émergents était déjà significative. Cette récession historique aura accentué les disparités. En effet, si les pays européen subissent des « downgrades » de notation, corolaire des situations budgétaires catastrophiques, les pays émergents enregistre une amélioration significative de leur santé financière. Ceci est visible sur le graphique ci-contre, nous pouvons voir la nette amélioration des notations d'agences de rating sur ces pays émergents.

Zone de croissance dynamique, situation financière de qualité, gouvernance politique plus stable que par le passé, inflation maîtrisée, les pays émergents devraient continuer à surperformer les grands pays développés. Cette situation entraine une appréciation logique de leurs devises (sauf cas particulier de la Chine).

Corporate bonds :

Après une année 2009 exceptionnelle pour cette classe d'actifs, le premier trimestre 2010 a permis de confirmer le bon profil « risk/reward » des obligations d'entreprises. L'amélioration conjuguée de la situation économique, des marchés financiers et de l'abondance de liquidité a permis aux spreads corporate de se réduire encore un peu. Cependant, malgré leur baisse importante, ils restent nettement au-dessus de la moyenne historique comme on peut le voir sur le graphique ci-contre. Cette situation reflète le nouvel environnement en cette période de post récession qui ne reste pas dénué de risque.

Devises et matières premières :

L'évolution de l'euro a été chaotique au premier trimestre reflétant les difficultés de l'Union Européenne. Les problèmes de la Grèce vont bien au-delà de la seule fragilité de ce pays. En effet, cette crise aura confirmé toutes les faiblesses de la zone euro, faiblesse économique à cause de disparités significatives entre les pays et faiblesse politique en l'absence de discours commun...