



Les malheurs de l'euro

Norman Raschkowan

Le mois de mai 2010 a été fertile en bonnes nouvelles (par exemple, la performance des Canadiens aux éliminatoires), sauf pour les investisseurs, lesquels auraient sans doute mieux fait de suivre le vieil adage « Vendre en mai et s'en aller ». Leurs nerfs ont en effet été mis à rude épreuve par les violents soubresauts qu'une série d'événements ont fait subir aux marchés financiers, de semaine en semaine. Lorsque les choses se sont calmées, le marché canadien avait perdu 3,5 % et le S&P 500, 8,2 %, soit sa pire performance en plus de 60 ans. Le mois de mai a vu l'approche « macroéconomique » triompher, contrairement à ce que nous pensions au début de l'année, à savoir que la sélection individuelle des actions serait le meilleur facteur de performance des placements pour cette année.



Comme on s'y attendait, les principaux marchés émergents restent les moteurs de la reprise économique mondiale, grâce à la forte demande de consommation et à des gros investissements d'infrastructure. La croissance de l'économie chinoise s'est accélérée au premier trimestre, affichant un taux annuel de 11,9 %. L'Inde et le Brésil suivaient de près, avec des taux de 8,6 % et 8,4 %, respectivement. Les investisseurs ont réagi avec appréhension à ces résultats mirifiques, et les marchés boursiers étaient en baisse dans ces trois pays à la fin mai : de 3,9 % en Inde (en \$ CA), de 14,0 % au Brésil (en \$ CA) et de 21,6 % en Chine (en \$ CA). Ces reculs s'expliquent par l'inquiétude des investisseurs quant à la durabilité de cette croissance, la montée de l'inflation qui y est liée (elle est de 5,3 % actuellement au Brésil), et le risque d'une bulle immobilière en Chine ayant forcé les autorités à relever les taux d'intérêt et à resserrer le crédit.

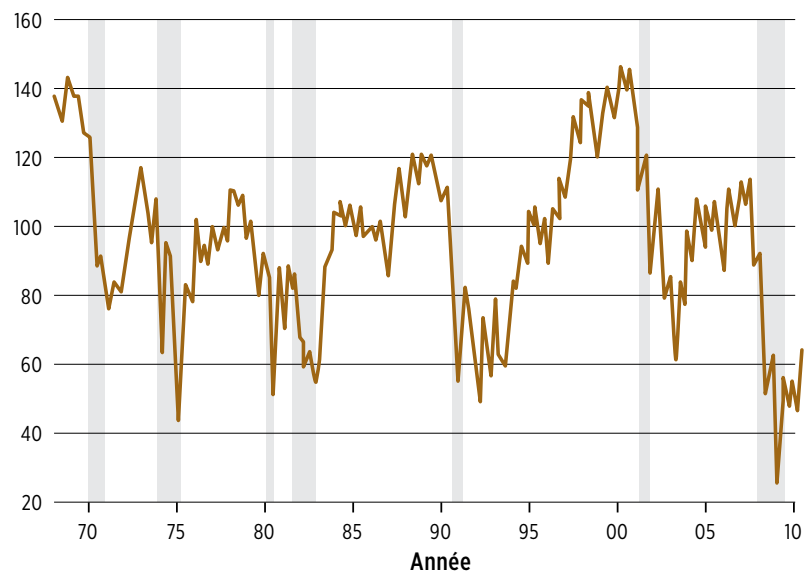
Le Canada a affiché un taux de croissance impressionnant de 6,1% pour le premier trimestre, tandis que l'économie américaine a progressé de 3,0 %. La consommation des ménages a été l'un des principaux facteurs de la croissance, la confiance continuant à se rétablir, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt et à un recul marqué du chômage. Le marché de l'immobilier, robuste au Canada et stable aux États-Unis, a aussi dopé les esprits et les dépenses. Les prévisions de croissance pour 2010, maintenant de 3,1 %, ont également été revues à la hausse. Ce contexte de croissance modérée s'est avéré plus rassurant pour les investisseurs, ce qui fait que les marchés boursiers nord-américains ont fait nettement mieux que ceux d'Asie et d'Europe.

À 0,8 % pour le premier trimestre, la croissance économique s'est montrée beaucoup plus timide en Europe. L'effet déstabilisant de la crise de la dette souveraine grecque sur les marchés financiers s'est amplifié au cours des mois d'avril et de mai.

Économie : deux sur trois

Les données économiques du deuxième trimestre ont généralement dépassé les attentes. Les prévisions de la croissance mondiale, revues à la hausse, sont maintenant de 4,6 % pour 2010 et 4,5 % pour 2011, compte tenu de la vigueur de l'activité économique observée en Amérique du Nord et dans les marchés émergents. Pour l'Europe, en revanche, les prévisions sont à la baisse.

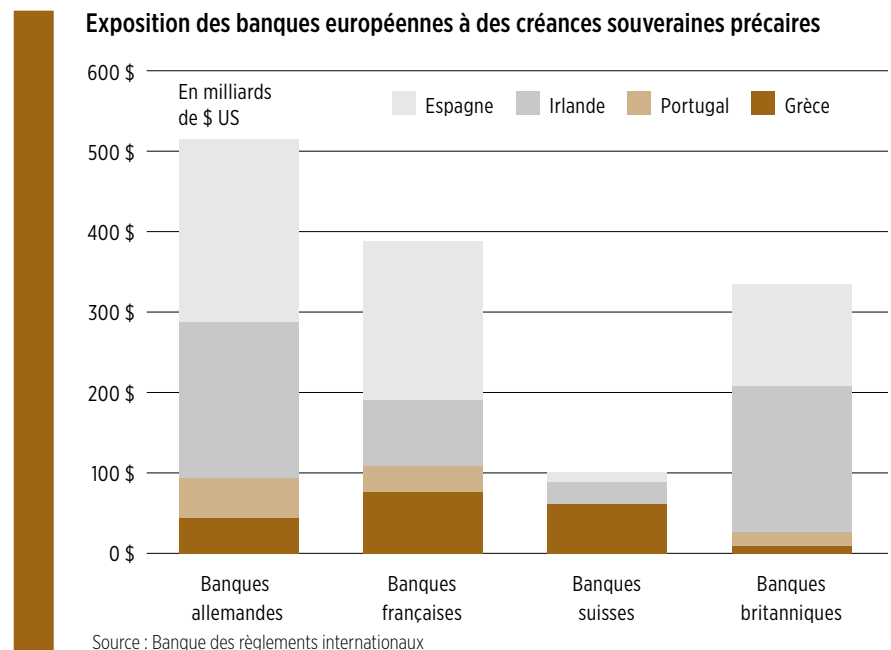
Confiance des consommateurs américains Niveau de l'indice



Source : Le Conference Board

L'accord initial entre l'Union européenne et le Fonds monétaire international (FMI) en vue d'accorder 110 milliards d'euros d'aide à la Grèce, sur trois ans, n'a pas réussi à calmer la crainte d'une défaillance. Les rendements des obligations de deux ans de l'État grec ont atteint 20 % au cours de la première semaine de mai, les investisseurs s'attendant à une restructuration de la dette, avec une dépréciation de 20 % à 50 %.

Forcés de prendre des mesures plus énergiques, les gouvernements européens ont convenu de mettre en œuvre un plan de stabilisation des marchés financiers de 750 milliards d'euros (un billion de dollars), pour soutenir la dette de tous les États membres. Il fallait une telle réponse pour apaiser la crainte d'une « contagion », qui empêcherait d'autres États d'Europe méridionale d'arriver à mobiliser des capitaux. La forte exposition des banques européennes à des créances souveraines précaires nécessitait également une réponse vigoureuse. Paradoxalement, alors que le rendement des obligations de deux ans de l'État grec est retombé à 8 % et que les marchés financiers se sont



stabilisés, les dissensions qui se sont manifestées entre États membres lors des négociations ont fait naître des inquiétudes quant à la viabilité à long terme de l'euro.

L'euro – bientôt à parité?

Pour tenter de remédier à ses difficultés financières immédiates, la Grèce a introduit un plan d'austérité budgétaire prévoyant des augmentations d'impôt et des réductions des pensions et autres programmes sociaux. Des mesures semblables ont été adoptées partout en Europe, la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni ayant tous entrepris

de se serrer la ceinture. Ces mesures d'austérité prolongeront vraisemblablement la période de croissance économique modérée dans cette région. Les investisseurs se demandent cependant s'il existe une volonté politique d'imposer de tels sacrifices aux électeurs, quand, en l'absence de moyens de stimuler la croissance, ces mesures n'arriveront qu'à stabiliser la dette à son niveau actuel. Les dirigeants européens se trouvent face à la tâche difficile de revigorer leurs économies dans un climat de contraintes budgétaires et de faible demande intérieure, étant donné que les ménages sont en cours de désendettement. C'est pourquoi les rumeurs d'une défaillance de la Grèce persistent, car elle n'a pas les moyens de sortir de sa situation d'endettement par la croissance.



L'euro – bientôt à parité?



Source : Bloomberg

Toutefois, comme nous l'avons dit dans le dernier numéro, la dévaluation monétaire semble être la nouvelle politique des pays du G8. L'euro a baissé à mesure que la crise de la dette souveraine s'est aggravée et se trouve maintenant à son plus bas depuis quatre ans, par rapport au dollar américain. La poursuite de la dépréciation de l'euro jouera en faveur de tous les États européens endettés. De fait, la Grèce en serait l'un des principaux bénéficiaires, étant donné que 56 % de ses exportations se font en dehors de l'Union européenne. L'Allemagne, avec 40 % de ses exportations à destination d'autres pays que ceux de l'UE y gagnerait aussi. Bien sûr, la récente instabilité de cette devise lui a fait perdre son

statut d'héritière présomptive du dollar américain, en tant que monnaie de réserve, et les banques centrales étrangères, qui en demandent moins, contribuent encore à accélérer sa descente vers la parité.

Retour en force de la volatilité boursière

On a assisté, au mois de mai, à un retour de la volatilité boursière, qui s'est manifestée par des turbulences d'une amplitude et d'une vélocité sans précédent. Le 6 mai, le marché boursier américain a été pris dans un « trou d'air » et l'indice Dow Jones des valeurs industrielles a dévisé de 9,2 % en l'espace de 20 minutes, avant que les choses rentrent dans l'ordre et que les cours se rétablissent. Le volume des opérations de cette journée s'est chiffré à 19 milliards d'actions. Pour mettre ce nombre en perspective, rappelons que la Bourse de New York a atteint pour la première fois les 100 millions d'actions échangées en une séance en 1982.



Paradoxalement, l'indice VIX, baromètre de la volatilité basé sur les options sur le S&P 500, avait atteint son niveau le plus bas

en deux ans le 12 avril à 15 h 23; à la fin mai, il dépassait 40, soit son niveau le plus haut depuis que s'est amorcé le redressement des marchés.

Cette explosion de volatilité donne à penser que certains investisseurs recourent de nouveau résolument au levier financier et que les marchés des actions continuent à manquer de liquidité. On remarquera sûrement que ces événements se sont produits juste au moment où le Congrès américain était en train d'élaborer un nouveau cadre législatif pour la réglementation des marchés des capitaux. La recrudescence de la volatilité boursière et les bénéfiques records déclarés par les grandes banques, auxquelles il avait fallu accorder un plan de sauvetage il y a à peine 18 mois, augmentent les chances de voir adopter des mesures de protection valables.

Et après?

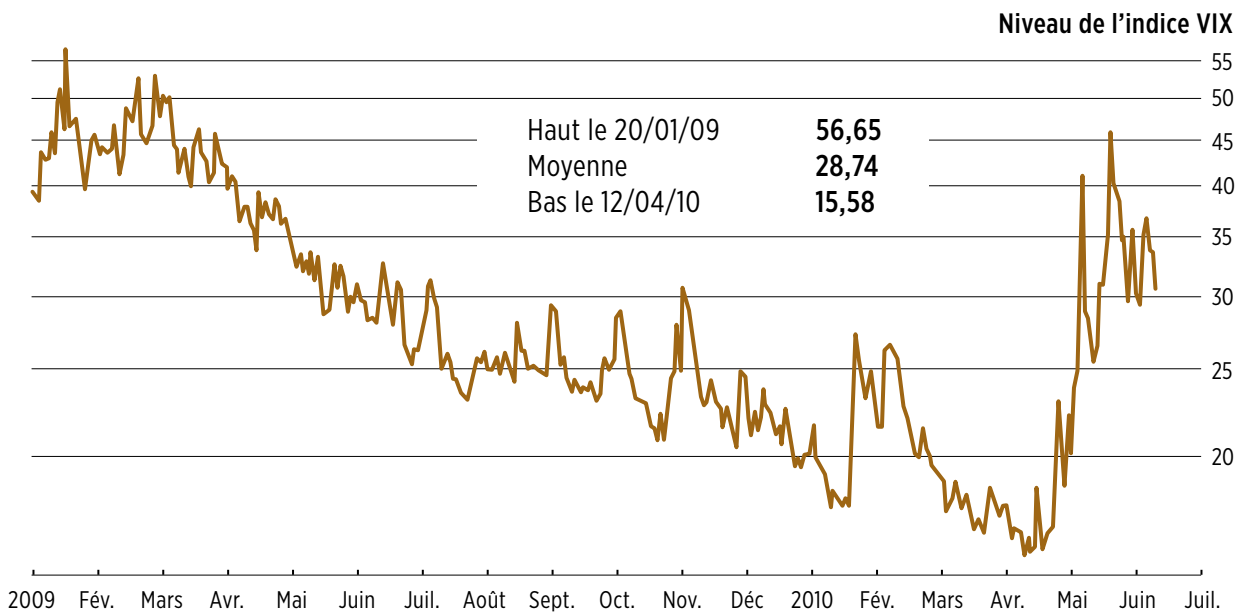
Les investisseurs ont traversé une période éprouvante au cours des deux derniers mois. Il reste à savoir s'il faut baser les stratégies pour l'avenir sur ce qui vient de se passer. À notre avis, la « croissance modérée » reste le scénario le plus plausible – cela devrait favoriser les fonds de dividendes, comme ceux que gère notre équipe Maxxum, dont le rendement total est de nature moins cyclique. Les investisseurs vont sans doute privilégier les sociétés de première qualité possédant, sur leur concurrence, des avantages capables d'assurer une croissance supérieure de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices. Ces sociétés sont la spécialité des équipes Ivy et Universal. L'inflation est censée rester jugulée, étant donné la surcapacité, mais les taux d'intérêt resteront vraisemblablement sensibles aux tensions au niveau de l'offre. Par conséquent, nous estimons qu'il faut pour l'instant accorder la préférence aux obligations d'État et obligations de sociétés de qualité à échéance rapprochée. Le risque de voir l'inflation augmenter par la suite, sous l'effet de mesures de stimulation monétaire excessive, donne de



l'attrait aux obligations à rendement réel. L'équipe Sentinelle est bien placée dans toutes les catégories de placements

de revenu. Le risque d'augmentation de l'inflation favorisera également la demande des actifs physiques, comme le métal or et les matières premières. Notre équipe Universal offre plusieurs fonds de premier plan dans ce segment. Globalement, à notre avis, les cours des actions resteront enfermés dans un couloir généralement ascendant, mais néanmoins sujets à des corrections périodiques, déclenchées par des surprises économiques ou des nouvelles décevantes en ce qui concerne les bénéfices. Les investisseurs ont donc tout intérêt à élaborer un plan financier solide et à le revoir régulièrement, en compagnie de leur conseiller, de façon à pouvoir traverser cette période turbulente sans dommage et parvenir à leurs objectifs financiers. ■

Indice VIX – Explosion de la volatilité au niveau d'avant le redressement



Source : Bloomberg, au 3 juin 2010