

Regards sur les marchés

Document destiné principalement à des professionnels | Hebdomadaire | www.societegeneralegestion.fr

> L'essentiel de la semaine

Zone euro : PIB du T4 soutenu par l'investissement et la dépense publique.

Pays émergents : Stabilisation de la diminution des réserves de changes et échanges commerciaux en baisse en Chine.

Marchés : Après l'annonce de la BCE, taux développés et devises européennes en hausse. Soutien direct à des segments de marché du crédit non inclus dans le programme d'achat d'actifs. Forte volatilité des marchés après l'annonce de la BCE.

> L'événement

La BCE frappe plus fort que prévu

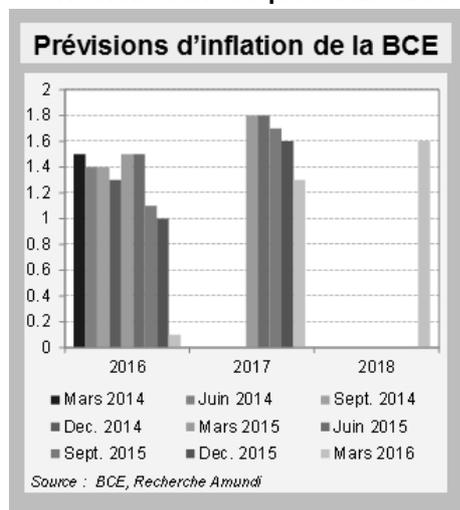
Pour la BCE, la situation devenait de plus en plus compliquée : inflation (totale et sous-jacente) proche du plus bas historique, anticipations d'inflation au plus bas, taux de change effectif de l'euro qui menace de remonter, perspectives de croissance globale en berne. D'ailleurs, l'institution a nettement abaissé ses prévisions de croissance et d'inflation pour 2016, respectivement de 1,7 à 1,4 % et de 1 à 0,1 %. La prévision d'inflation pour 2018 n'est que de 1,6 %. **Il était donc nécessaire d'agir et de surmonter la déception née du conseil des gouverneurs de décembre 2015 (extension dans le temps du PSPP et passage du taux de dépôt à -0,30 %).** Cette fois, la BCE est allée beaucoup plus loin :

- **Baisse des taux** : le taux de refinancement et le taux de prêt marginal sont abaissés de 5 points de base à respectivement 0,00 % et 0,25 %. Surtout, le taux de dépôt est abaissé de 10 points de base à -0,40 %.
- **Augmentation du rythme des achats de titres mensuels de 60 à 80 Mds €.**
- **Extension des titres éligibles aux obligations des entreprises non-financières *Investment Grade*.**
- **Nouvelle série de prêts bancaires de très long terme (TLTRO-2)**, chacune pour une durée de 4 ans à un

taux compris entre -0,40 % et 0 %. Les banques pourront emprunter à ce titre jusqu'à 30 % de l'encours de crédits aux entreprises non financières et aux ménages (hors crédits immobiliers), à la date de janvier 2016.

Mario Draghi a clairement signalé que la BCE n'avait pas pour intention de baisser davantage les taux d'intérêt (même si cette option n'est pas définitivement écartée). Si besoin, la BCE mobilisera davantage les outils « non conventionnels ». **C'est un signal d'apaisement pour les banques qui craignaient pour leur rentabilité.**

Le surcroît d'actifs que la BCE achètera à l'horizon de mars 2017 augmente de 240 Mds € (2,2 % du PIB), ce qui portera le montant total des actifs que la BCE aura achetés à cet horizon à près de 1800 Mds € (16,5 % du PIB). L'augmentation du programme est significative mais en deçà des attentes qui tablaient sur une hausse



comprise entre 300 et 500 Mds € (via une augmentation simultanée du montant des titres achetés et de la durée du programme). **Ceci dit, il faut relativiser cette « déception »** car : l'augmentation des achats mensuels est très significative (+ 33 %) ; l'élargissement du plan de Quantitative Easing (QE) aux obligations d'entreprises en change profondément la nature (la BCE s'engage ainsi implicitement à financer les entreprises à des conditions exceptionnelles durant toute la durée du QE) ; (3) le QE pourrait être étendu après mars 2017.

Plusieurs mesures vont par ailleurs bien au-delà des attentes. L'extension du QE aux achats d'obligations d'entreprises facilite clairement l'implémentation du programme (voir plus loin). Cette mesure vise à réduire le risque de tensions sur le marché du crédit mais aussi à encourager les mouvements de réallocation de portefeuille en faveur des actifs risqués. Par ailleurs, la durée des opérations de liquidité pour les banques est très importante (prêts jusqu'en 2021 !). Les taux possiblement négatifs pour les prêts aux banques ont pour but de neutraliser rétroactivement l'impact des taux négatifs pour les banques qui auront « joué le jeu » du financement de l'économie réelle.

Evidemment, la question de la politique monétaire se pose. A juste titre, Mario Draghi a rappelé que sans les achats de titres réalisés par le passé par la BCE, la zone euro serait tombée en déflation. **Ce sont les opérations non conventionnelles de politique monétaire qui ont permis la défragmentation financière observée. Ceci dit, il ne faut pas surestimer l'impact à venir de ces mesures sur la croissance du PIB.** En effet, une chose est de maintenir des conditions financières propices à la croissance domestique – ce que vient de faire la BCE –, une tout autre est de voir la croissance accélérer dans un environnement où nous estimons les perspectives de croissance mondiale durablement atones.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

PIB du T4 : soutenu par l'investissement et la dépense publique, exportations en berne. La progression du PIB de la zone euro a été confirmée à + 0,3 % au T4, et à + 1,5 % pour l'ensemble de 2015 par rapport à 2014. La progression sur les 4 trimestres de 2015 a été, en revanche, un peu plus forte qu'initialement annoncé (+ 1,6 % contre + 1,5 %). Sur le T4, on note une accélération de l'investissement (+1,3 %, soit le chiffre le plus élevé depuis 2011) et de la dépense publique (+ 0,6 %, soit le chiffre le plus élevé depuis 2009), une décélération de la consommation (+ 0,2 % contre + 0,5 % au T3) et une contribution négative du commerce extérieur (- 0,3 points de pourcentage), les importations ayant progressé davantage que les exportations (+ 0,9 % contre + 0,2 %). La reprise a été, au final, un peu plus forte en 2015 que ce qui était attendu fin 2014. Cependant, même en amélioration, la progression de l'investissement reste très irrégulière. L'accélération de la dépense publique reflète, pour sa part, le reflux des politiques d'austérité en Europe du Sud et l'accueil des réfugiés en Allemagne. Nous pensons que les multiples risques externes et difficultés internes vont empêcher la reprise d'accélérer en 2016, mais qu'elle devrait, tout de même, maintenir un rythme voisin de celui observé l'année dernière. Les premières données réelles de 2016 sont encourageantes, même si elles concernent surtout, pour l'heure, le seul mois de janvier.

■ Japon

Grâce à une composante Investissement mieux orientée que prévu, la 2^e publication du PIB japonais pour le 4^e trimestre a été révisée à la hausse. Elle reste néanmoins négative, à - 1,1 % en glissement annuel (le chiffre initial était de - 1,4 %). La consommation des ménages a enregistré un recul un peu plus marqué que le chiffre préliminaire (de - 0,8 % à 0,9 % en variation trimestrielle). Aucune reprise notable n'est à attendre au cours des prochains mois car la confiance des ménages est passée de 42,5 à 40,1, alors que le consensus était de 42,3 en février. Les ménages sont très sensibles à l'atonie de l'environnement extérieur qui est largement évoquée par les médias. Ils reportent en effet à plus tard leurs achats de produits de luxe et de mode, alors que leurs revenus réels ont légèrement augmenté du fait du repli de l'inflation. L'enquête Economic Watchers Survey a également montré que le nombre de demandeurs d'emplois continuait à augmenter, tout comme le nombre global de salariés. Mais un décalage subsiste entre l'offre et de la demande d'emplois.

■ Chine

Stabilisation de la diminution des réserves de changes de la Chine. En février, les réserves de change de la Chine ont moins diminué que prévu (- 28,6 milliards USD contre - 99,5 milliards USD en janvier) et se sont stabilisées à 3 200 milliards USD. **La croissance des exportations** en glissement annuel (GA) en février **est ressortie inférieure aux prévisions**, à - 25,4 % (vs. un consensus de -14,5 % et un chiffre précédent de - 11,2 %), **tandis que la croissance en GA des importations a également surpris à la baisse**, à - 13,8 % (vs. un consensus de - 12,0 % et un chiffre précédent de - 18,8 %). Cette stabilisation de la diminution des réserves de change chinoises s'explique surtout par la stabilisation des anticipations à l'égard du RMB, en particulier lors des deux dernières semaines de février, durant lesquelles le gouverneur de la banque centrale chinoise Zhou Xiaochuan a clairement fait comprendre qu'il entendait stabiliser le RMB. Selon nous, la diminution des réserves de changes de la Chine va entrer dans une période de stabilisation, sans augmentation notable lors des trois à six prochains mois. La forte baisse des statistiques du commerce est due au Nouvel an chinois et à une demande étrangère beaucoup plus faible que prévu. Nous prévoyons que l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme depuis début octobre. Comme semble l'indiquer le rapport de synthèse rédigé par le gouvernement lors du Congrès national du peuple, les statistiques macroéconomiques de la Chine devraient continuer à s'améliorer grâce à l'impact des mesures radicales prises récemment et aux éventuelles nouvelles mesures d'assouplissement à venir.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux développés en légère hausse après le conseil des gouverneurs de la BCE, sur toutes les maturités en Allemagne, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Le taux 2 ans américain revient vers son plus haut niveau depuis début janvier. Les spreads souverains italiens et espagnols se sont resserrés d'une dizaine de points de base. Le taux 10 ans italien est au plus bas depuis un an. Très clairement, l'extension des programmes d'achats aux obligations d'entreprise facilite l'implémentation du QE. L'extension des programmes d'achats à ces actifs permet de remédier en partie au problème d'effet rareté pour les titres allemands (selon nos estimations, en l'état actuel des contraintes et des taux, la Bundesbank n'aura plus de titres à acheter à partir de la fin 2017 s'il n'y a pas de limite sur les émetteurs entreprises et vers l'été 2017 si une limite de 33 % est fixée sur chacun des titres émetteurs entreprises). Pour résumer, l'extension du QE aux titres d'entreprises permet d'augmenter le rythme du programme. La baisse, relativement faible, du taux de dépôt et surtout la phrase de Mario Draghi en conférence de presse sur le fait que la BCE n'anticipe pas, pour le moment, de devoir baisser à nouveau ses taux a fait décaler la courbe allemande vers le haut. C'est essentiellement cela qui a permis aux taux longs de remonter quelque peu. Dans le même temps, cela desserre la contrainte de rendement pour les achats d'obligations allemandes (le volume de titres allemands éligible au QE – c'est à dire dont le taux d'intérêt est supérieur au taux de dépôt - augmente mécaniquement avec la baisse de ce dernier). La Bundesbank ne pouvait jusqu'à maintenant qu'acheter des titres de maturité supérieure à 6 ans et demi : cette maturité « limite » est retombée à 3 ans environ ce jeudi. En revanche, c'est sans ambiguïté que **l'augmentation des achats mensuels devrait jouer positivement sur les obligations des pays périphériques.**

■ Taux de change

Les devises européennes globalement à la hausse. L'euro s'est initialement apprécié après le conseil des gouverneurs avant de se déprécier légèrement vendredi. Notons que, de façon intéressante, les autorités chinoises ont fait s'apprécier le yuan après la réunion de la BCE. Le taux de change effectif du dollar poursuit sa tendance de dépréciation initiée mi-janvier. Le Real s'est fortement apprécié avec les progrès d'une enquête sur une vaste affaire de corruption qui implique désormais l'ancien président Lula. La réaction de l'euro aux annonces a été limitée après le conseil des gouverneurs mais l'euro a été pris entre le marteau et l'enclume : l'extension du programme de QE et la légère remontée des taux courts. Cela dit, la BCE a déjà fait beaucoup pour l'affaiblissement de la devise : les flux nets de portefeuille sont déjà extrêmement négatifs et il aurait fallu baisser beaucoup plus nettement le taux de dépôt pour provoquer une nouvelle tendance de dépréciation. **La dépréciation de la devise ne semble plus être la priorité de la BCE. En limitant la baisse des taux d'intérêt, la BCE évite de nourrir les craintes de « guerre des changes ».**

■ Crédit

Après un début de semaine relativement stable, les mesures de la BCE ce jeudi ont finalement donné le « la » sur les marchés du crédit. L'institut d'émission européen a pris des mesures particulièrement favorables aux produits de spread, assurant un soutien direct à des segments de marché qui ne faisaient pas partie du programme d'achat d'actifs. Dans ce contexte, les spreads de crédit des produits synthétiques, dont la réaction à l'actualité est généralement plus rapide que celles des obligations physiques, se sont nettement resserrés. A l'heure où nous écrivons, les spreads des CDS crossover se sont resserrés d'environ 50 pb, et ceux des CDS IG de près de 20 pb. Au cours des prochaines semaines, les segments financier et non-financier seront soutenus par les mesures de la BCE : le premier car il fait désormais partie du programme d'achat d'actifs et le second en raison de l'impact des nouvelles opérations de refinancement à très long terme (TLTRO) de la BCE. Les mesures de la BCE ont contribué à la reprise des volumes émis sur le marché primaire, qui avait souffert ces dernières semaines de l'aversion accrue au risque et des craintes sur la croissance. Ces volumes devraient se maintenir à court terme, et les conditions de liquidité devraient s'améliorer sur les marchés secondaires. Sur le segment des obligations en euro d'échéance 1-5 ans, les obligations d'entreprise restent les seuls pourvoyeurs de rendement. Comme nous l'avons déjà écrit dans cette publication, nous pensons que les dernières mesures de la BCE seront largement favorables aux spreads de crédit via la quête de rendement des investisseurs. **Nous continuons à privilégier les titres BBB et BB.** Les décisions de la BCE vont également avoir une incidence positive sur les perspectives des taux de défaut des obligations High Yield, car elles vont assouplir les conditions de financement sur les marchés obligataires et des prêts bancaires.

■ Actions

Forte volatilité après l'annonce de la BCE. Les marchés d'actions avaient bien résisté dans cette attente, surtout après 4 semaines de hausse. **Les prix du pétrole, orientés à la hausse ont largement contribué à la bonne tenue des actions.** La question est maintenant de savoir si après un rebond de 4 semaines, le rallye va être capable de se poursuivre alors qu'il est déjà du même ordre de grandeur que la hausse post débâcle du mois d'août (rallye de 10 à 15 % selon les indices). Il nous semble que la réponse sera apportée par les prix du pétrole et une reprise de l'activité manufacturière mondiale plus que par l'activité des banques centrales qui ont tendance à se neutraliser, en tout cas en ce qui concerne leur impact sur le change, et donc sur les profits des sociétés.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1990	-0,5%	8,8%	-2,7%
Eurostoxx50	3066	1,0%	14,4%	-6,2%
CAC 40	4480	0,5%	15,0%	-3,4%
Dax 30	9792	-0,3%	11,9%	-8,9%
Nikkei 225	16939	-0,4%	7,8%	-11,0%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	791	0,0%	10,9%	-0,4%
Matières premières - Volatilité	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	41	4,7%	34,9%	8,7%
Or (\$/once)	1266	0,6%	1,6%	19,3%
VIX	18	1,2	-10,1	-0,2
Marché des changes	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,11	1,0%	-1,8%	2,4%
USD/JPY	114	-0,1%	1,1%	-5,7%
EUR/GBP	0,78	0,7%	-0,5%	5,5%
EUR/CHF	1,10	0,3%	-0,4%	0,8%
Marchés des taux	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	-1 bp	--	-12 bp
Euribor 3M	-0,23	-1 bp	-5 bp	-9 bp
Libor USD 3M	0,63	-	+2 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,46	+8 bp	+8 bp	-12 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,27	+3 bp	+8 bp	-36 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,95	+9 bp	+30 bp	-10 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,94	+6 bp	+28 bp	-33 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+35 bp	+1 bp	-6 bp	-1 bp
Autriche	+22 bp	-7 bp	-11 bp	-5 bp
Pays-Bas	+10 bp	-4 bp	-6 bp	-6 bp
Finlande	+31 bp	+4 bp	-2 bp	+2 bp
Belgique	+39 bp	-7 bp	-16 bp	+5 bp
Irlande	+60 bp	-12 bp	-26 bp	+7 bp
Portugal	+278 bp	-8 bp	-114 bp	+89 bp
Espagne	+122 bp	-10 bp	-37 bp	+8 bp
Italie	+107 bp	-15 bp	-45 bp	+11 bp
Marchés du crédit	11/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+72 bp	-21 bp	-52 bp	-6 bp
Itraxx Crossover	+321 bp	-52 bp	-164 bp	+6 bp
Itraxx Financials Senior	+78 bp	-22 bp	-58 bp	+1 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achévé de rédiger le 11/03/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Régulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

SOCIETE GENERALE GESTION

90, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR - 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP-09000020

societegeneralegestion.fr