

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Chiffres mitigés, inflation sous-jacente au plus haut depuis plus de 7 ans.

Zone euro : Plus forte progression annuelle de l'emploi depuis 2008.

Pays Emergents : Statistiques économiques chinoises contrastées.

Marchés : Baisse des taux des pays développés et du dollar. Pause pour le marché européen du crédit et réactions dispersées des marchés d'actions après le statu quo de la Fed.

> L'événement

Le FOMC avait l'obligation de se montrer prudent mais sa communication va devenir plus compliquée dans les mois à venir

Après les fortes secousses sur les marchés en début d'année, le suspens était relativement faible en ce qui concerne l'orientation des projections de *fed funds* des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) (les fameux « dots ») : elles ont été revues à la baisse à tous les horizons. Désormais, **la majorité des membres du FOMC et très vraisemblablement la majorité des votants envisagent deux hausses de *fed funds* en 2016.** Ces révisions rapprochent considérablement les « dots » des anticipations de marché, dont ils s'étaient très fortement éloignés en début d'année : il y a quelques semaines seulement, les marchés anticipaient que la prochaine hausse de *fed funds* n'interviendrait qu'au deuxième semestre 2017 alors que la projection médiane de *fed funds* suggérait quatre hausses de taux rien qu'en 2016... Cela étant dit, il est judicieux de mettre en perspective ces changements : les « dots » ont été continuellement revus à la baisse depuis décembre 2014, une époque qui coïncide avec les premiers mois du mouvement d'appréciation du dollar.



Par ailleurs, les membres du FOMC ont une nouvelle fois refusé de se prononcer sur les risques pesant sur l'activité économique (ils les estimaient équilibrés entre la fin 2013 et la fin 2015) et se bornent à mentionner que les développements économiques et financiers globaux continuent de poser des risques.

Cela étant dit, si les marchés (baisse du dollar, baisses des rendements obligataires) ont vite catalogué le FOMC de mars comme un comité plus « colombe » que prévu, il serait une erreur de ne retenir que la révision à la baisse des « dots » et la prudence des membres du FOMC vis-à-vis des risques pesant sur l'économie américaine. Malgré l'ampleur des turbulences de début d'année, les membres du FOMC n'ont que très légèrement dégradé leurs prévisions de croissance et d'inflation. De plus, ils continuent d'anticiper que « les conditions économiques évolueront d'une façon qui justifiera des hausses de *fed funds*, qui ne pourraient être que graduelles. » Lors de sa conférence de presse, Janet Yellen a d'ailleurs

balayé d'un revers de main une question sur la possibilité d'un retour vers davantage d'accommodation monétaire. Mentionnons aussi que les « faucons » ont fait leur retour, Esther George s'étant prononcé pour une hausse de *fed funds* de 25 pb.

Les membres du FOMC ne pourront pas ignorer bien longtemps la remontée des chiffres d'inflation et la tendance (légèrement) baissière du dollar. Les deux indicateurs d'inflation sous-jacente les plus suivis (« core CPI » et « core PCE ») ont montré des signes fermes d'accélération ces derniers mois, qu'on ne peut plus attribuer exclusivement à des facteurs immobiliers. Par ailleurs, le dollar – en grande partie responsable de la lenteur du cycle de resserrement monétaire – est orienté à la baisse depuis la mi-janvier (exactement à l'opposé du pétrole qui a, lui, touché son point bas à cette époque), ce qui desserrera un peu la pression sur l'économie et l'inflation américaines. Même si nous continuons de penser que le cycle de relèvement de *fed funds* ne sera qu'un mini-cycle, il faut sans doute se préparer à une communication plus offensive dans les semaines à venir.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Chiffres mitigés, l'inflation sous-jacente au plus **haut depuis plus de 7 ans**. Les ventes au détail ont moins reculé que prévu en février (- 0,1 % sur le mois, contre - 0,2 % attendu). Surtout, les ventes au détail n'ont pas progressé en février, tandis que leur progression de janvier a été beaucoup moins forte qu'annoncé précédemment (+ 0,2 % au lieu de + 0,6 %). Concernant l'**immobilier**, les **misés en chantier** de février ont été un peu plus fortes que prévues (1178K contre 1150K) alors que les **permis de construire** ont légèrement surpris à la baisse (1167K contre 1200K), et que l'**indice NAHB** (confiance des promoteurs) est resté stable, en mars, à 58 (contre 59 attendu). La production industrielle a été plus faible que prévu en février (- 0,5 % sur le mois, contre - 0,3 % attendu) mais surtout en raison d'une baisse de la production d'énergie liée à la météorologie. La **production manufacturière**, pour sa part, a été un peu plus forte que prévu (+ 0,2 % contre 0,1 %). Enfin, la **hausse des prix à la consommation** a légèrement décéléré, à + 1 % sur un an, en février, contre + 1,4 % en janvier. La progression de l'**inflation sous-jacente** (hors pétrole et alimentation), en revanche, a accéléré, à + 2,3 % contre + 2,2 %. L'économie américaine continue d'être tirée par la consommation (qui montre néanmoins quelques signes de décélération) et l'immobilier. L'industrie semble se stabiliser après un passage à vide fin 2015. Enfin, si l'on fait abstraction de sa volatilité de court terme liée au pétrole, l'inflation est sur une tendance haussière : la hausse annuelle de l'indice sous-jacent a été, en février, la plus forte depuis septembre 2008.

■ Zone euro

Plus forte progression annuelle de l'emploi depuis 2008. L'emploi total a progressé, en zone euro, de 1,2 % sur les 4 trimestres de 2015. Il s'agit de la plus forte progression annuelle depuis 2008. Pays par pays, la progression est de + 1,1 % en Allemagne, de + 0,4 % en France, de + 0,9 % en Italie et de 3,0 % en Espagne. La **production industrielle** de janvier surprend à la hausse (+ 2,1 % contre + 1,7 % attendu), d'autant plus que la baisse de janvier a été moins forte qu'annoncé initialement (- 0,5 % contre - 1 %). La reprise continue en zone euro. Les bons chiffres de la production industrielle sont très encourageants alors que les turbulences financières du début de l'année avaient semé quelques doutes.

■ Japon

Les commandes de machines ont progressé de 15 % par rapport au mois précédent, dopées par le marché intérieur, tandis que la **demande extérieure a reculé par rapport au mois précédent**. Les grandes entreprises manufacturières étant particulièrement malmenées par l'environnement actuel, le sentiment à leur égard s'est dégradé pendant le trimestre. Aucune reprise ne semble se profiler à court terme, comme le montre l'enquête du Cabinet Office sur les perspectives des entreprises : celle-ci prévoit une baisse des bénéfices ordinaires de 10,9 % en GA au premier semestre 2016, avant un rebond modeste de 13,5 % au second semestre. Même si le moral des entreprises s'est dégradé parallèlement à l'indice des prix des biens des entreprises depuis juin 2015, les investissements sont toujours robustes. Les entreprises nippones consacrent en effet la distribution de leurs

bénéfices nets aux dépenses d'investissement plutôt qu'au remboursement de leur dette et aux résultats mis en réserve. La baisse du taux d'imposition des sociétés va bénéficier à toutes les entreprises, tandis que le plan de relance des autorités pour le prochain exercice fiscal, qui ciblera principalement les entreprises centrées sur le marché intérieur, devrait également avoir des répercussions indirectes sur le secteur manufacturier centré sur les exportations.

■ Chine

Les statistiques économiques chinoises ont été contrastées en février. La croissance de la **production industrielle** chinoise pour le mois de février s'est révélée inférieure aux attentes, à 5,4 % en glissement annuel (vs. un consensus de 5,6 % et un chiffre antérieur de 1,6 %). La croissance des **ventes de détail** depuis le début de l'année en glissement annuel a elle aussi été moins soutenue que prévu, à 10,2 % (vs. un consensus de 11 % et un chiffre antérieur de 10,7 %). La croissance en glissement annuel des **investissements en capitaux fixes** en février s'est révélée légèrement supérieure aux attentes, à 10,2 % (vs. un consensus de 9,3 % et un chiffre antérieur de 10,0 %). Nous prévoyons que l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme depuis début octobre 2015 ; les données de février continuent donc à corroborer notre opinion. Parmi ces statistiques, la plus importante est probablement la composante investissement immobilier des investissements en capitaux fixes, qui repart de l'avant (+ 3 % en glissement annuel) avec une croissance négative en 2015. Selon nous, les statistiques macroéconomiques vont continuer à s'améliorer en Chine grâce à l'impact des nombreuses mesures agressives mises en place et d'un nouvel assouplissement potentiel des politiques.

POLITIQUE MONETAIRE

■ BCE

Peter Praet, chef économiste de la BCE, a indiqué dans une interview que le taux de dépôt n'a pas encore atteint son niveau plancher "physique". Il nous a également apporté quelques éléments de réponses sur les nombreuses questions que soulèvent sur le programme d'achat de dettes obligataires Corporates. Les obligations pourraient être achetées en proportion de l'indice crédit pour éviter les distorsions de prix. Il précise également que l'équité de l'accès au financement entre les entreprises sera possible grâce à l'appétit des investisseurs en quête (désespérée) de rendement. Nous ne pensons pas que la BCE abaissera à nouveau son taux de dépôt. Elle ne le fera qu'en cas de forte remontée du stress financier. Nous sommes également très sceptiques sur le programme de rachat de dette d'entreprises. Cette nouvelle mesure pourrait en effet se traduire par une plus forte volatilité du spread pour les émetteurs en difficulté qui ne bénéficieraient pas directement du programme d'achat de la BCE. Faciliter le financement des émetteurs IG qui jouissent déjà de conditions de financement exceptionnelles n'améliorera pas mécaniquement l'accès au financement pour le reste de l'économie.

■ Banque Centrale d'Angleterre (BoE)

La Banque d'Angleterre souligne les risques d'un éventuel Brexit. Gardant son principal taux directeur inchangé, la BoE a indiqué que la perspective du vote sur le Brexit le 23 juin prochain était à l'origine d'une incertitude accrue, qui a causé une dépréciation significative de la livre et pourrait pénaliser un peu plus l'investissement des entreprises. La perspective du vote sur le Brexit annihile la possibilité d'une remontée de taux de la BoE sur le 1^{er} semestre. En ayant déjà pesé sur l'économie britannique, la probabilité d'une hausse de taux sur le second semestre est encore relativement faible.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés orientés à la baisse. Les taux 10 ans allemand et américain ont baissé significativement pour atteindre 0,21 % et 1,89 % en fin de semaine. Les contrats futures anticipent désormais que la prochaine remontée de *fed funds* aura lieu en septembre (contre juin à la fin de la semaine dernière). Les

spreads souverains européens sont quasiment à leurs niveaux de la semaine dernière. Les grands mouvements obligataires de la semaine sont intimement liés au FOMC (voir édito) qui ont donné l'impression d'une grande prudence. Les taux courts allemands ont, eux, surtout baissé à cause des déclarations de Peter Praet. Toute baisse de la courbe des taux est de nature à compliquer la réalisation des programmes d'achats de la BCE pour la partie gouvernementale (PSPP) allemande.

■ Taux de change

Forte baisse du dollar. Le taux de change nominal effectif du dollar suivi par la Fed a perdu 1,2 % sur la semaine. Le real brésilien est l'une des rares devises à perdre du terrain face au dollar sur la semaine, en ayant connu une semaine très agitée en raison du scandale politique entourant l'actuelle présidente et son prédécesseur. La parité EURUSD revient vers 1,13. Cela dit, le taux de change effectif de l'euro n'augmente que très légèrement (+ 0,2 % sur la semaine). Les devises « pétrole » (COP, RUB, MXN) ont profité d'une légère remontée des prix du baril. La communication un peu plus « colombe » que prévu de la Fed (voir première page) et la remontée des prix du pétrole ont tous les deux joué à la baisse sur le dollar. Le taux de change effectif du dollar a vraisemblablement atteint son pic mi-janvier et devrait connaître une légère baisse sur 2016.

■ Crédit

Après le rebond soutenu des jours précédents, qui a suivi les annonces de la BCE, le marché européen du crédit a fait une pause (CDS et obligations physiques) lors des tout derniers jours, sur fond de prises de bénéfices. Au cours du mois écoulé, le marché du crédit HY en euro a regagné plus que le terrain perdu au cours des dernières semaines et les spreads, à l'heure où nous écrivons, sont retombés aux environs de 500 pb, soit bien moins que les pics de 630-640 pb enregistrés en janvier-février. Au cours de ces semaines, les titres à bêta élevé ont globalement surperformé sur les segments IG et HY. De l'autre côté de l'Atlantique, le crédit s'est également inscrit en forte hausse, sous l'effet du secteur de l'énergie, mais les spreads se sont aussi stabilisés au cours des derniers jours. Les déclarations accommodantes de la Fed sur la normalisation des taux ont contribué à la stabilisation de la situation, après les mesures inédites annoncées par la BCE et la BoJ. Les dernières mesures de la BCE, notamment, ont relancé l'activité sur le marché primaire après une longue période marquée par les faibles volumes des nouvelles émissions sur les segments IG et HY. Les projets d'émissions ont de nouveau augmenté du fait du recul de l'aversion pour le risque lié à la stabilisation de la situation. Cette reprise sur le marché primaire est bon augure pour les volumes négociés sur les marchés secondaires et nous pensons que les spreads de crédit vont de nouveau se resserrer au cours des prochaines semaines.

■ Actions

Marchés d'actions : réactions dispersées après le statu quo de la Fed. Après un début de semaine atone, les marchés d'actions ont réagi de façon distincte au dernier FOMC. Alors que Wall Street était légèrement positive, la zone euro s'orientait en baisse et les marchés émergents en hausse. Cette dichotomie est liée au dollar, qui a baissé après les commentaires prudents de la Fed. Dans ce contexte, la zone euro - et plus particulièrement les exportatrices et les bancaires, ces dernières ayant rebondi de 12,5 % depuis un mois - a subi des prises de bénéfices. A l'inverse, cette baisse du dollar - synonyme d'une moindre pression sur les flux - a été bien perçue sur les marchés émergents. Quant aux marchés américains, ils ont tiré leur épingle du jeu ; les incertitudes relevées par la Fed portant surtout sur l'environnement international. En révisant de quatre à deux à la baisse le nombre de hausse des taux directeurs d'ici la fin de l'année, les prévisions des membres de la Fed se sont rapprochées de celles du marché. S'agissant plus d'une confirmation de leurs vues que d'un changement de cap, les réactions des investisseurs devraient demeurer limitées. Quoi qu'il en soit, ceci aura des incidences au plan géographique. Comme nous l'avons évoqué à de nombreuses reprises depuis quelques mois, une Fed plus prudente suggère une discrimination géographique moins importante avec un impact moins favorable pour le Japon et la zone euro, et plus favorable pour les Etats-Unis et les Emergents. Ce retard initial du Japon (- 7 % en \$ depuis le début de l'année) et de la zone euro (- 4 % en \$ ytd) par rapport aux Etats Unis (- 1 % en \$ ytd) devrait toutefois se combler d'ici la fin de l'année ; le Japon étant susceptible de prendre de nouvelles mesures et les bénéficiaires en zone euro de mieux se comporter. Quant aux marchés émergents (- 0 % en \$ ytd), ils ont confirmés jusque-là leur statut d'outsider 2016. Pour que ce rebond devienne durable, les devises émergentes devront toutefois confirmer leur stabilisation récente.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2048	1,3%	6,8%	0,2%
Eurostoxx 50	3055	-0,6%	5,5%	-6,5%
CAC 40	4453	-0,9%	5,0%	-4,0%
Dax 30	9910	0,8%	4,7%	-7,8%
Nikkei 225	16725	-1,3%	3,3%	-12,1%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	817	2,0%	9,5%	2,9%
Matières premières - Volatilité	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	42	4,9%	23,6%	13,7%
Or (\$/once)	1253	0,2%	1,8%	18,0%
VIX	14	-2,4	-7,6	-4,2
Marché des changes	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,13	1,2%	1,6%	4,0%
USD/JPY	112	-2,1%	-1,5%	-7,5%
EUR/GBP	0,78	0,5%	0,6%	5,6%
EUR/CHF	1,09	-0,4%	-1,0%	0,4%
Marchés des taux	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,35	-11 bp	-10 bp	-22 bp
Euribor 3M	-0,24	-1 bp	-4 bp	-10 bp
Libor USD 3M	0,64	+1 bp	+2 bp	+3 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,48	-1 bp	+4 bp	-13 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,21	-6 bp	-1 bp	-42 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,84	-12 bp	+15 bp	-21 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,89	-9 bp	+15 bp	-38 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+34 bp	-1 bp	-2 bp	-2 bp
Autriche	+21 bp	-1 bp	-10 bp	-6 bp
Pays-Bas	+10 bp	-	-4 bp	-7 bp
Finlande	+30 bp	-1 bp	-	+1 bp
Belgique	+39 bp	--	-9 bp	+5 bp
Irlande	+60 bp	-	-14 bp	+8 bp
Portugal	+269 bp	+2 bp	-50 bp	+80 bp
Espagne	+122 bp	-	-27 bp	+7 bp
Italie	+105 bp	--	-28 bp	+9 bp
Marchés du crédit	18/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+71 bp	+3 bp	-38 bp	-6 bp
Itraxx Crossover	+312 bp	-	-126 bp	-2 bp
Itraxx Financials Senior	+81 bp	+6 bp	-35 bp	+5 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 18/03/2016 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