

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

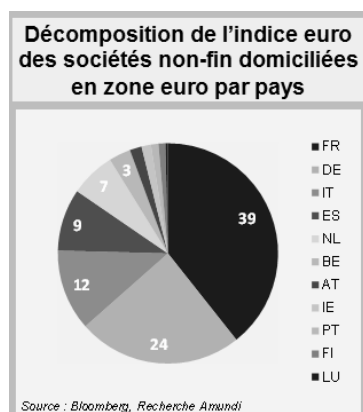
Etats-Unis : Baisse des commandes de biens durables mais dynamique toujours très forte du marché de l'emploi. Certains membres du FOMC se sont exprimés en faveur d'une hausse des taux.

Zone euro : Plus forte progression annuelle de l'emploi depuis 2008. Déficit public meilleur qu'attendu en France.

Marchés : Les marchés de taux se stabilisent, le dollar se reprend. Léger resserrement des indices cash sur le marché euro, tandis que les marchés d'actions reprennent leur souffle.

> L'événement

Que penser du Corporate Sector Purchase Programme



Le 10 mars, la BCE a surpris les marchés en annonçant qu'elle étendrait son QE aux obligations d'entreprises privées à partir de la fin du T2 2016. La BCE ne s'intéressera qu'aux obligations bien notées émises par des sociétés non-financières domiciliées en zone euro, ce qui représente un marché de 644 Mds €. En s'engageant implicitement à financer ces entreprises, la banque centrale a cherché à limiter les tensions observées ces dernières semaines sur le marché du crédit euro. Très ironiquement, cette croissance de la volatilité a résulté en partie du rendement trop bas atteint par l'Euro IG, conséquence directe du QE et d'un Bund proche de 0,2 %. Les investisseurs ont en effet été réticents à se positionner sur la partie longue de la courbe et sur le haut rendement car le rendement était insuffisant. Nous avons à ce stade très peu d'informations sur les modalités pratiques du CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) :

- Selon nos estimations, les achats mensuels de l'Eurosystème avoisineraient 3 à 4 Mds € par mois. La faible liquidité sur le marché secondaire des obligations d'entreprises devrait conduire l'Eurosystème à se positionner davantage sur le marché primaire. Les entreprises concernées par le programme de la BCE devraient émettre 120 Mds € cette année soit 10 Mds € par mois. Si les achats sont limités à 33 % par émission, l'Eurosystème achèterait entre 3 et 4 Mds € par mois. Autre approche : nous avons également constaté que les achats mensuels effectués par l'Eurosystème qu'il s'agisse du programme d'achats de titres souverains (PSPP) ou du troisième programme d'achats de covered bonds (CBPP3) représentent 0,6 % de la taille totale des deux marchés respectifs. En utilisant ce même ratio pour les obligations d'entreprises non-financières domiciliées en zone euro, les montants d'achats mensuels opérés dans le cadre du CSPP s'élèveraient à environ 4 Mds €.

- Les achats devraient être majoritairement effectués au niveau des banques centrales nationales. Dans le cadre du CBPP3, plus de 90 % des achats sont effectués par les banques centrales nationales. Les montants d'achats qui seront effectués par les banques centrales nationales dans le cadre du CSPP dépendront du poids de chacune au capital de la BCE. Or la répartition par nationalité des émetteurs dans l'indice crédit diffère fortement du poids des banques centrales nationales au capital de la BCE. Parallèlement, Peter Praet, chef économiste de la BCE a annoncé -dans une interview publiée le 18 mars- que les obligations pourraient être achetées en proportion de l'indice crédit pour éviter les distorsions de prix. La BCE pourrait décider de partager les risques en cas de défaut pour inciter les banques centrales nationales à ne pas acheter uniquement du papier domestique.

Nous sommes sceptiques quant à l'impact de cette mesure sur la croissance. Les émetteurs IG jouissent déjà de conditions de financement exceptionnelles : les taux atteignent des plus bas historiques. Cette mesure exacerbe la différence en termes d'accès au financement entre les petites et les grandes entreprises. A ce problème, Peter Praet répond que l'équité dans l'accès au financement sera possible grâce à l'appétit des investisseurs en quête (désespérée) de rendement et à une réallocation des portefeuilles. En attendant, les investisseurs du marché corporate seront les vrais bénéficiaires des largesses de la banque centrale. Cette demande va fortement soutenir les niveaux actuels de spread et les obligations corporate devraient surperformer leurs homologues souveraines. A moyen terme, les rendements trop bas sur les marchés obligataires euro pourraient poser un vrai problème pour les investisseurs et générer une forte volatilité en cas de stress, en particulier sur les émetteurs qui ne sont pas protégés par le programme de la BCE.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Les indicateurs du climat des affaires se stabilisent en mars après leur baisse du début du T1. D'après son estimation préliminaire, l'indice **PMI Composite** de la zone euro se reprend légèrement en mars à 53,7 (alors qu'il était attendu inchangé par rapport à février, à 53). Le rythme d'activité remonte légèrement dans l'industrie et plus fortement dans les services. Le PMI Composite allemand est stable alors que son homologue français s'améliore. En Allemagne également, l'indice **IFO** s'améliore en mars (106,7 contre 106 attendu et 105,7 en mars), sous l'effet d'un rebond de sa composante portant sur la situation actuelle, alors que celle portant sur les attentes est presque inchangée. L'indicateur **ZEW** (confiance des investisseurs) rebondit également légèrement (4,3, contre 5,4 attendu et 1,0 en février). Enfin, en France, **l'enquête de conjoncture Insee**, malgré un léger repli, reste sur un niveau indiquant une hausse modérée de l'activité. Après leur repli de janvier et février (à partir de niveaux très élevés), les indicateurs de conjoncture restaient pleinement compatibles avec notre scénario (croissance du PIB de 1,5 % en 2016, soit le même rythme qu'en 2015. La stabilisation de ces indicateurs en mars ne fait que conforter cette prévision.

■ France

Déficit public meilleur qu'attendu et croissance revue en hausse en 2015. Le déficit public de la France a été de 3,5 % du PIB en 2015, soit moins que la cible du gouvernement (3,8 %) et un peu moins que prévu par la Commission européenne (3,6 %). Ceci s'explique par une baisse des dépenses publiques exprimées en parts de PIB (56,8 % en 2015 contre 57,3 % en 2014) alors que les recettes ont, pour leur part, légèrement diminué (de 53,2 % contre 53,4 % du PIB. Parmi les postes de dépenses en baisse, on note la charge des intérêts sur la dette (en raison de la baisse des taux d'intérêt de marché, car le niveau de la dette publique par rapport au PIB a, pour sa part, progressé (à 95,7 % du PIB contre 95,3 % en 2014). Par ailleurs, la croissance du PIB en 2015 a été légèrement révisée en hausse (+ 1,2 % contre + 1,1 % annoncé précédemment). La bonne nouvelle concernant le déficit 2015 est à relativiser. La France reste un mauvais élève en matière de discipline budgétaire en Europe (seuls la Grèce, le Portugal et l'Espagne, pays qui ont connu récemment des difficultés économiques autrement plus importantes, devraient afficher des déficits plus élevés en 2015). Notons tout de même que la croissance, même si elle reste insuffisante pour changer la donne sur le marché de l'emploi, a été meilleure qu'attendu en 2015

(en 2014, les économistes tablaient, en moyenne, sur une croissance 2015 de 0,8 % seulement). Nous estimons que la progression du PIB devrait se maintenir aux alentours de 1,2 % en 2016, soit moins que la prévision du gouvernement (1,5 %).

■ Etats-Unis

Baisses des commandes de biens durables, dynamique toujours très forte du marché de l'emploi, révision en hausse de la croissance du T4 2015. Les commandes de biens durables se sont repliées de - 2,8 % en février, sachant que leur variation de janvier a été révisée en baisse à + 4,2 % (au lieu de + 4,7 % précédemment annoncé). Surtout, les commandes de biens durables hors défense et aviations (utilisées pour prévoir les dépenses d'investissement des entreprises) ont reculé de - 1,8 % sur le mois, alors qu'elles étaient attendues en baisse de seulement - 0,5 %. En revanche, les données révisées des **demandes hebdomadaires d'allocations chômage** ont fait apparaître des chiffres meilleurs que ceux annoncés précédemment. Leur niveau de la première semaine de mars, en particulier, était le plus faible (253K) depuis fin 1973, avec un chiffre très bas, également, sur la dernière semaine (265K). Enfin, la progression du PIB du T4 2015 a été revue en hausse (+ 1,4 %, en rythme annualisé, au lieu de 1 % annoncé précédemment) grâce à une consommation un peu plus forte et à une contribution moins négative du commerce extérieur. Les profits des entreprises tels que comptabilisés ans le PIB, cependant, ont fortement reculé (d'environ 8 %, en rythme annualisé). Le repli des commandes de biens durables était normal après leur forte hausse du mois dernier. Le marché de l'emploi continue de surprendre positivement, ce qui va dans le sens d'une accélération, au moins modérée, des salaires et de l'inflation au cours des prochains mois.

■ Japon

En février, le solde du commerce extérieur s'est révélé positif, avec une hausse des exportations et une baisse continue des importations. Les termes de l'échange du pays se sont encore améliorés du fait du rebond des exportations, qui sont toutefois en recul de 4,4 % en glissement annuel. Cette progression des exportations d'une année sur l'autre s'explique par le fait que la nouvelle année chinoise se soit achevée plus tôt en février. Les exportations vers la Chine ont augmenté pour la première fois depuis juillet 2015 (+ 5,1 %). Cette embellie a touché tous les produits et notamment l'automobile et les machines. Les exportations vers les États-Unis continuent aussi à s'améliorer sous l'effet de la demande en produits pharmaceutiques, qui reste à un niveau élevé et régulier. La balance commerciale risque d'être pénalisée par l'appréciation du yen et la remontée des prix du pétrole. L'indice PMI préliminaire est repassé sous le seuil de 50 en mars, témoignant d'une première contraction du secteur manufacturier japonais depuis avril 2015. Cet indice PMI semble montrer que les conditions opérationnelles ne s'amélioreront pas au 2^e trimestre, avec une contraction de la production et des nouvelles commandes.

POLITIQUE MONETAIRE

■ FED

Certains membres du FOMC ont explicitement laissé entendre que la banque centrale devait aller dans le sens d'une hausse des taux. Patrick Harker, gouverneur de la Fed de Philadelphie, a notamment déclaré que dans la situation actuelle, il semble possible de procéder à plus de deux hausses des taux cette année, alors que Charles Evans, président de la Fed de Chicago, considéré comme l'un des membres les plus « dovish », a fait savoir qu'il prévoyait deux relèvements des taux cette année. Ces déclarations, allant dans le sens d'un durcissement de la politique monétaire, ont été faites seulement une semaine après le Comité de politique monétaire, dont la tonalité était clairement plus « accommodante ». Ce nouveau ton ne va probablement pas disparaître de sitôt : l'amélioration des chiffres du marché du travail, l'accélération de l'inflation (IPC sous-jacent) ces derniers mois et le fléchissement du dollar depuis le début de l'année plaident tous pour un resserrement de la politique monétaire.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les marchés de taux se stabilisent. Les taux 10 ans américain et allemand ont peu évolué par rapport à la fin de semaine précédente, terminant à 1,9 % et 0,18 %. Les spreads souverains européens sont restés relativement stables. Aux Etats-Unis, le repricing des anticipations de politique monétaire et la remontée de l'inflation constatée dans les mois qui arrivent sont de nature à faire remonter les taux nominaux et davantage les point-morts d'inflation. Cela dit, cette remontée sera faible car le cycle de resserrement des fed funds sera d'une amplitude très limitée.

■ Taux de change

Le dollar se reprend. Le taux de change effectif du dollar a gagné 1 % sur la semaine, poussé à la hausse par les déclarations des membres du FOMC (voir section politique monétaire). En moyenne, les devises émergentes poursuivent leur progression face aux devises développées. La livre fait partie des devises s'étant le plus dépréciées sur la semaine (- 2,4 % face au dollar) et atteint en termes effectifs son plus bas niveau depuis le début de l'année 2014. La parité USDJPY se stabilise aux alentours de 112. Après l'annonce de mesures de relance du gouvernement, le dollar canadien a interrompu sa tendance d'appréciation entamée après le comité de politique monétaire de janvier et perd 2% sur la semaine face au dollar. Le dollar a vraisemblablement atteint son pic en termes effectifs au mois de janvier. Son parcours sur les mois à venir devrait être chahuté, en raison de la reprise erratique des prix du pétrole et des velléités de poursuite de resserrement monétaire de la part des membres du FOMC.

■ Crédit

Les indices cash se sont légèrement resserrés cette semaine sur le marché euro. Les marchés euro ont été soutenus par une accélération des flux de capitaux entrant après les annonces de la BCE. De l'autre côté de l'Atlantique, les spreads sur le marché du haut rendement se sont écartés sous l'effet du secteur de l'énergie. Le pétrole est passé sous la barre de 40\$/bl suite notamment à une hausse plus forte que prévue des stocks de brut aux Etats-Unis. Les investisseurs du marché corporate euro seront les vrais bénéficiaires des récentes mesures de la banque centrale européenne. Le surplus de demande généré par le CSPP va fortement soutenir les niveaux actuels de spread et les obligations d'entreprises devraient surperformer leurs homologues souveraines. A moyen terme, les rendements trop bas sur les marchés obligataires euro pourraient poser un vrai problème pour les investisseurs et générer une forte volatilité en cas de stress, en particulier sur les émetteurs qui ne sont pas protégés par le programme de la BCE. Parallèlement, nous pensons que le marché US IG offre un couple rendement risque intéressant. Nous nous attendons à une accélération des entrées de capitaux étrangers cette année (rendement attrayant, un cycle de resserrement des taux beaucoup moins fort que prévu et un comportement moins agressif des entreprises).

■ Actions

Les marchés d'actions reprennent leur souffle, revenant pratiquement sur leur niveau de début d'année. Le MSCI Monde (en dollar) a ainsi rebondi de + 13 % depuis le 11 février. En devises locales, les marchés émergents sont 1,9% au-dessus de leur niveau du début d'année, le marché américain à - 0,8 % en dessous, la zone euro à - 6 % et le Japon à - 12 %. En dollar, la hiérarchie reste la même mais les écarts sont plus réduits. + 3,5 % pour les marchés émergents, - 0,8 % pour les Etats-Unis, - 3,3 % pour la zone euro et - 6 % pour le Japon. Ce rebond a été initié par la concomitance d'un rebond des prix du pétrole et d'une action coordonnée des banques centrales. Nous nous attendons à une année 2016 légèrement positive pour les actions, ce qui veut dire qu'il reste du potentiel. Mais pas forcément en ligne droite. Si les marchés sont proches de leur niveau du début d'année, ils sont aussi proches de leurs moyennes mobiles à 200 jours qui déclinent, ce qui explique une plus grande indécision à court terme.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2036	-0,7%	4,3%	-0,4%
Eurostoxx 50	2987	-2,4%	3,8%	-8,6%
CAC 40	4330	-3,0%	1,9%	-6,6%
Dax 30	9851	-1,0%	5,6%	-8,3%
Nikkei 225	17003	1,7%	5,3%	-10,7%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	814	-1,6%	10,6%	2,4%
Matières premières - Volatilité	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	40	-1,8%	14,6%	8,5%
Or (\$/once)	1216	-3,1%	-1,3%	14,6%
VIX	15	0,7	-4,4	-3,5
Marché des changes	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,12	-0,9%	1,4%	2,9%
USD/JPY	113	1,4%	0,1%	-6,2%
EUR/GBP	0,79	1,5%	0,1%	7,1%
EUR/CHF	1,09	-0,1%	0,0%	0,4%
Marchés des taux	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,35	--	-10 bp	-22 bp
Euribor 3M	-0,24	-1 bp	-4 bp	-11 bp
Libor USD 3M	0,63	+1 bp	-1 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,48	-1 bp	+5 bp	-14 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,18	-3 bp	+4 bp	-45 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,87	+3 bp	+14 bp	-18 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,90	+3 bp	+18 bp	-37 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+36 bp	+1 bp	-1 bp	--
Autriche	+21 bp	-	-8 bp	-6 bp
Pays-Bas	+22 bp	+13 bp	+7 bp	+6 bp
Finlande	+33 bp	+3 bp	+3 bp	+4 bp
Belgique	+40 bp	+1 bp	-10 bp	+6 bp
Irlande	+64 bp	+5 bp	-14 bp	+11 bp
Portugal	+278 bp	+7 bp	-41 bp	+90 bp
Espagne	+134 bp	+13 bp	-13 bp	+20 bp
Italie	+112 bp	+7 bp	-25 bp	+16 bp
Marchés du crédit	25/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+76 bp	+6 bp	-33 bp	-1 bp
Itraxx Crossover	+320 bp	+11 bp	-120 bp	+5 bp
Itraxx Financials Senior	+94 bp	+14 bp	-27 bp	+18 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 25/03/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossof - 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