

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

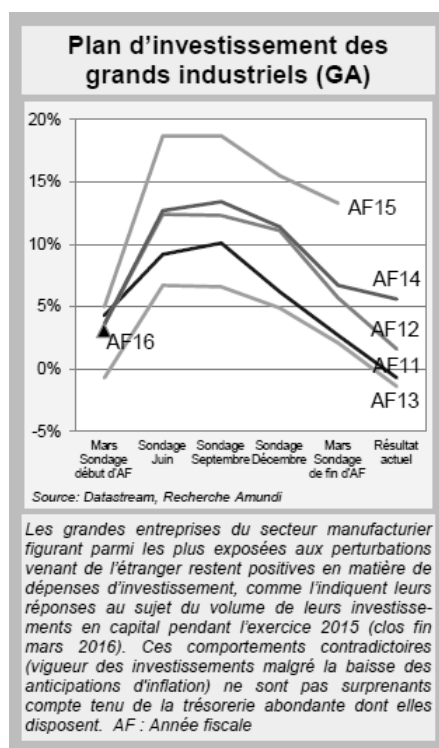
Etats-Unis : Léger rebond de l'indicateur ISM non manufacturier, statistiques sur l'emploi toujours encourageantes.

Zone euro : Ventes au détail en progression. Passe difficile dans les négociations avec les créanciers de la Grèce.

Marchés : Taux développés en baisse, dollar en hausse. Produits de spread de crédit impactés par les prix du pétrole sur le segment des actifs risqués. Marchés d'actions de nouveau hésitants.

> L'événement

Soleil levant sur le Japon, qui dévoile de nouvelles mesures



Enquête sur la confiance à court terme des entreprises japonaises : coup fatal pour le marché d'actions ?

La Banque du Japon a publié la semaine dernière son enquête sur les perspectives économiques à court terme (la fameuse enquête Tankan). Les résultats étant inférieurs aux attentes, le jour même de leur publication, le Nikkei a chuté de 3,55 %. Les indices conjoncturels relatifs aux conditions économiques ont baissé. Le PMI composite est passé de 51.1 à 49.9 et l'indice de diffusion des conditions actuelles est passé de 9 à 7, renouant avec ses niveaux de mars et de juin derniers pour tous les types de sociétés. Par secteur, une nette tendance baissière ressort pour les sociétés des communications, affaiblies par les mauvaises ventes de smartphones et la diminution des prix des abonnements. Les entreprises liées aux machines et machines électriques pâtissent du ralentissement économique des marchés émergents et des pays producteurs de pétrole. Les sociétés immobilières, en revanche, bénéficient des taux négatifs, de la hausse des loyers et du recul des taux d'inoccupation. L'indice de diffusion des conditions futures s'est lui aussi de nouveau tassé, effaçant tous les progrès accomplis depuis la mise en place d'Abenomics : les entreprises prévoient en effet une dégradation de leur environnement au cours des prochains mois en raison du fléchissement des anticipations d'inflation. Toutefois, les indices de diffusion Tankan reflètent beaucoup d'hésitations et ne correspondent pas à l'image de robustesse donnée par les projets de dépenses d'équipement. Les

inquiétudes quant à une nette réduction des projets de formation de capital pour l'exercice 2015 (qui prend fin en mars 2016) se sont dissipées, les dépenses s'étant finalement maintenues pour dépasser sensiblement leur moyenne des années précédentes (hausse de + 9,8 % sur un an pour tous les types de sociétés). Les prévisions émises pour l'exercice 2016 dénotent un léger ralentissement, en particulier au second semestre (de septembre

2016 à mars 2017) ; il est cependant probable que les entreprises révisent leurs prévisions à la hausse lors des prochaines enquêtes.

Les autorités ne vont pas rester sur la touche. Quoi qu'il en soit, ces chiffres appellent les autorités à intervenir pour contrer le ralentissement apparent de l'activité. Sachant que le gouvernement et la BoJ agiront de concert, le calendrier de la BoJ est assez serré. Le PIB du premier trimestre s'annonce faible si l'on en croit les statistiques des dépenses des ménages et de la production des entreprises de janvier et février. Par conséquent, soit la BoJ amplifie son QE dès avril, soit elle se contente d'observer et donnera un coup de fouet en juin. Comme il ne reste que deux réunions de politique monétaire (27-28 avril et 15-16 juin) avant les élections de la Chambre haute prévues fin juillet 2016, on s'attend de plus en plus à ce que la BoJ intervienne dans le contexte de l'appréciation récente du yen, d'où un regain de volatilité à l'approche de la rencontre d'avril. Le marché réagira sûrement mal si la BoJ n'annonce pas de nouvelles mesures, mais dans le même temps les chances d'intervention à la réunion de juin seront nettement accrues, ce qui devrait inciter les investisseurs à s'exposer davantage aux actions. Pour sa part, le gouvernement devra faire savoir si la TVA sera bien relevée en avril 2017 comme prévu et annoncera sa décision en marge du sommet du G7, qui aura lieu au Japon les 26 et 27 mai. Les autorités devraient également annoncer un plan de relance économique composé de réformes structurelles. Nous pensons que la politique monétaire a désormais peu de chances d'offrir une impulsion significative à l'économie et que les probabilités de nouvelle baisse des taux sont donc réduites. La relance budgétaire va donc jouer un rôle déterminant, au même titre que le report de la hausse de la TVA. Néanmoins, même si de nouvelles mesures budgétaires étaient adoptées, leur impact sur l'économie ne sera pas immédiat, c'est pourquoi le gouvernement a décidé d'accélérer les dépenses publiques pendant le premier semestre de l'exercice budgétaire.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Grèce

Les négociations avec les créanciers de nouveau dans une passe difficile. La Grèce et ses créanciers internationaux tentent toujours de trouver un accord permettant de débloquer les fonds dont le pays a besoin (notamment pour rembourser d'importantes échéances cet été). A la réticence du gouvernement grec à imposer davantage d'austérité aux ménages (il préfère une hausse des cotisations des entreprises, solution qui déplaît aux créanciers) s'ajoutent d'importantes divergences entre les créanciers eux-mêmes, puisque le FMI continue de réclamer une réduction de la dette due aux autres Etats de la zone euro, option rejetée par l'Allemagne, opposée à une décote sur le nominal. La récente publication de documents Wikileaks suggérant que le FMI pourrait se retirer des négociations (voire, d'après l'interprétation du gouvernement grec, souhaiter que le pays fasse défaut), n'a fait qu'envenimer la situation. Pour la zone euro, la situation est rendue particulièrement complexe par le fait que la Grèce est au premier rang dans la crise des réfugiés, la nécessité de ne pas retomber dans une nouvelle « crise grecque » au début de l'été, à une période qui pourrait être fortement perturbée par la problématique du « Brexit ». Nous ne nous attendons pas à une période de tensions aussi forte que l'année dernière, mais il s'agit là tout de même d'un risque à suivre. En choisissant d'évaluer la durabilité de la dette en retenant les besoins de financement bruts, et non l'indicateur habituel (le niveau officiel de la dette), il sera peut-être plus facile pour le FMI et les autorités de la zone euro de trouver un accord. En effet, dans ce scénario, l'allègement de la dette grecque pourrait passer par une extension des échéances et des périodes de grâce, une option plus acceptable pour les Européens.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Les ventes au détail indiquent un bon comportement de la consommation au T1. Attendues stables, les ventes au détail ont progressé de +0,2% en février par rapport à janvier. La progression de janvier a, cependant, été révisée en légère baisse à +0,3% (contre +0,4% annoncé précédemment). Le taux de chômage, pour sa part,

s'est établi à 10,3% en février (après 10,4% en janvier, chiffre légèrement révisé en hausse). Pays par pays, le taux de chômage (au sens Eurostat) était, en février, de 4,3% en Allemagne, 10,2% en France, 11,7% en Italie et 20,4% en Espagne. Enfin, le déficit public italien s'est établi à 2,6% du PIB en 2015, un chiffre conforme aux attentes, après 3% en 2014. Les chiffres de production et de consommation déjà disponibles portant sur le T1 montrent un assez bon comportement de l'économie en début d'année, malgré la montée des interrogations au sujet des perspectives de croissance mondiale et les tensions sur les marchés financiers. Tout l'enjeu est de poursuivre cette trajectoire malgré les nombreux écueils (risques externes et incertitudes politiques internes ou proches, à commencer par le référendum au sujet du *Brexit*).

■ Etats-Unis

Léger rebond de l'indicateur ISM non manufacturier, les statistiques portant sur l'emploi restent encourageantes. L'indicateur ISM non manufacturier a rebondi davantage qu'attendu en mars (54,5, contre un consensus à 54,2 et après 53,4 en février). Les postes ouverts au recrutement sont restés sur un niveau élevé en février (5,4M contre 5,5 attendu et après un niveau de janvier revu en hausse à 5,6M). Enfin, le taux des démissions (2,1 % en février, proche du plus haut d'après-crise à 2,2 % atteint en décembre) tend à progresser depuis quelques mois. Le rebond de l'ISM non manufacturier est un signal encourageant (après plusieurs mois de baisse), d'autant plus qu'il fait suite au retour en territoire positif de l'ISM manufacturier. L'économie américaine est bien en décélération progressive, mais un scénario de récession ne paraît pas imminent. La vigueur du marché de l'emploi constitue une importante force protectrice. La remontée du taux de démissions (signe que les salariés sont davantage en position de réclamer et d'obtenir des augmentations de salaires) peut être un facteur inflationniste.

■ Chine

En mars, les réserves de change de la Chine ont créé la surprise en augmentant de 10,3 milliards USD et sont ressorties nettement supérieures aux attentes à 3 212,6 milliards USD (le consensus tablait sur un recul à 3 196,0 milliards USD et le chiffre précédent était de 3 202,3 milliards USD), soit la première hausse après quatre mois de repli. L'augmentation des réserves de change chinoises ne nous semble pas surprenante, car la stabilisation du taux de change du RMB (qui s'apprécie à nouveau après avoir baissé) est le facteur essentiel empêchant - et même inversant - toute nouvelle sortie de capitaux et donc la diminution des réserves de change. La paire USD/CNY s'est appréciée de 1,5 % en mars, contre une légère appréciation de 0,4 % en février et une dépréciation de 1,3 % en janvier 2016, de 1,43 % en décembre 2015 et de 1,28 % en novembre 2015. La stabilisation à court terme du taux de change du RMB est principalement attribuable à la dépréciation du dollar et à la communication de la Banque populaire de Chine avec le marché, qui lui a adressé des signaux pointant vers cette stabilisation. Nous estimons toujours que le RMB subit d'importantes pressions et que la diminution des réserves de change va donc se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2016, mais pas à grande échelle.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Fed

Les minutes du FOMC laissent apparaître un comité plus polarisé qu'auparavant. Alors que le communiqué du dernier FOMC ne se prononçait pas sur les risques pesant sur l'activité économique, les minutes montrent qu'ils étaient 8 sur 17 à penser que les risques étaient baissiers. Globalement, les membres du FOMC soulignent « le côté asymétrique de la capacité de la politique monétaire à réagir à la montée des risques globaux » et que cela « justifie qu'ils soient très précautionneux en faisant des ajustements de politique monétaire ». En particulier, plusieurs membres ont indiqué que relever les taux dès avril enverrait un signal d'urgence à resserrer la politique monétaire, ce qui ne serait pas approprié selon eux. A contrario, certains membres sont en faveur d'une remontée dès avril si les chiffres économiques s'avéraient favorables (pour rappel, Esther George avait voté pour une hausse de fed funds dès mars). La récente accélération de l'inflation mène les membres du FOMC à un véritable casse-tête. Nous pensons que la Fed a des arguments pour réaliser deux hausses de taux cette année mais qu'elle n'hésitera pas à revoir ce scénario à la baisse à la moindre remontée de stress financier.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés en baisse, avec une remontée de l'aversion pour le risque. Les taux 10 ans allemand et américain terminent la semaine à respectivement 0,11 et 1,73 %. Le taux 2 ans allemand est revenu vers - 0,50 %. En Allemagne, la courbe des taux sur le segment 2 ans – 5ans s'est encore aplatie, la pente atteignant des niveaux extrêmement faibles. Les spreads souverains espagnols et italiens se sont écartés d'une dizaine de points de base. L'écart de taux 10 ans entre le Portugal et l'Allemagne s'est violemment élargi et est repassé au-dessus de 300 points de base. La remontée des spreads souverains s'explique principalement par le mode « risk off » qui s'est installé sur les marchés cette semaine. Nous maintenons notre vue positive sur les obligations espagnoles et italiennes. Pour le Portugal, nous préférons les maturités courtes.

■ Taux de change

Le dollar en hausse par rapport à l'essentiel des devises sur la semaine, à l'exception notable du yen qui s'est apprécié de 2,6 % par rapport à lui sur la semaine. La parité USD/JPY est passée sous les 110 pour la première fois depuis octobre 2014. Le rand sud-africain, qui avait été la devise s'étant le plus appréciée la semaine précédente, est celle qui a perdu le plus de terrain face au dollar. La parité EUR/GBP a continué sa tendance haussière entamée en novembre et s'approche désormais de 0,81. C'est essentiellement la soudaine remontée d'aversion pour le risque qui a emmené le yen à la hausse. Cette appréciation du yen est trop rapide, le yen ayant déjà gagné plus de 9 % face au dollar depuis le début de l'année, et les risques d'intervention des autorités japonaises deviennent trop élevés pour rester agressivement à l'achat sur le yen.

■ Crédit

Les nouvelles fluctuations du prix du pétrole ont encore pesé sur les produits de spread sur le segment des actifs risqués, plus particulièrement aux États-Unis. La corrélation des indices iTraxx des CDS européens aux marchés actions a été encore plus forte, entraînant un élargissement progressif des spreads lors des premiers jours de la semaine. Parallèlement, les obligations d'entreprise physiques sont restées relativement stables et leurs spreads n'ont guère évolué. Le marché primaire est resté actif sur le segment IG, confirmant l'appétit actuel des investisseurs, qui soutient également le mouvement de collecte de la classe d'actifs. Ces dernières semaines, après le rebond initial qui a suivi les annonces de la BCE, les obligations non-financières en euro, dont les spreads ont diminué, ont eu tendance à surperformer les titres des établissements financiers, dont les spreads se sont légèrement élargis : ce découplage s'explique en partie par les incertitudes réglementaires et la faiblesse des ratios de valorisation (cours/valeur comptable). Malgré cette tendance, nous continuons à penser que le programme d'achat de la BCE dédié aux obligations d'entreprise aura également un impact favorable sur les obligations financières, en plus des effets positifs des prochaines opérations de refinancement à très long terme.

■ Actions

Les marchés actions redeviennent hésitants : jeudi soir, l'indice MSCI World AC s'inscrivait en baisse de 1,2 % depuis le début de la semaine et de 3,5 % depuis le 1^{er} janvier. Après un mauvais départ en début d'année - hausse des taux de la Fed de décembre dernier, décrochage en dessous de 30 \$ du pétrole et nouvelle dépréciation du yuan - les marchés actions avaient commencé à se reprendre dans la foulée des déclarations plus prudentes de J. Yellen, des messages rassurants de la Chine et des rebonds de l'or noir. Ainsi, après un recul cumulé de 12 % le 11 février, le MSCI World AC ne baissait plus que de 2% au 22 mars. Après un net rebond des cours du Brent du 20 janvier au 22 mars, passés de 28 à 42 \$, ceux-ci se sont remis à baisser au fur et à mesure que les perspectives d'un gel de la production, censées être annoncées à Doha le 17 avril, devenaient de plus en plus équivoques. Dans ce contexte, depuis le 22 mars dernier, les marchés actions sont redevenus nerveux et, en particulier, ceux de la zone euro et du Japon. L'affaiblissement du dollar bénéficiant mécaniquement aux marchés américains et émergents mais pénalisant l'Europe et le Japon, nous conduit à réduire l'ampleur de nos paris géographiques. Ce retard initial du Japon et de la zone euro devrait toutefois peu ou prou se combler d'ici la fin d'année. Quant aux marchés émergents, risqués mais survendus et peu chers, ils ont confirmé jusque-là leur statut d'outsider 2016. Pour que ce rebond devienne toutefois durable, des progrès plus structurels devront être accomplis, qu'il s'agisse de la stabilisation de la Chine ou des matières premières, afin que ces marchés émergents deviennent moins tributaires de la Fed et plus liés au redémarrage de leurs profits.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2042	-1,5%	3,2%	-0,1%
Eurostoxx 50	2921	-1,1%	-2,7%	-10,6%
CAC 40	4309	-0,3%	-2,2%	-7,1%
Dax 30	9670	-1,3%	-0,2%	-10,0%
Nikkei 225	15822	-2,1%	-5,7%	-16,9%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	809	-2,0%	2,7%	1,9%
Matières premières - Volatilité	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	41	7,0%	4,4%	11,0%
Or (\$/once)	1234	0,9%	-2,2%	16,3%
VIX	16	3,1	-2,5	-2,1
Marché des changes	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,14	-0,1%	3,4%	4,8%
USD/JPY	109	-2,6%	-3,4%	-9,8%
EUR/GBP	0,81	0,8%	4,2%	9,4%
EUR/CHF	1,09	-0,3%	-0,8%	0,1%
Marchés des taux	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,33	-	-10 bp	-20 bp
Euribor 3M	-0,25	--	-3 bp	-12 bp
Libor USD 3M	0,63	-	--	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,51	-3 bp	+5 bp	-17 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,11	-3 bp	-7 bp	-52 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,71	-1 bp	-15 bp	-33 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,73	-5 bp	-10 bp	-54 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+34 bp	+1 bp	-6 bp	-2 bp
Autriche	+21 bp	+1 bp	-6 bp	-6 bp
Pays-Bas	+22 bp	+1 bp	+10 bp	+6 bp
Finlande	+28 bp	+1 bp	+2 bp	-1 bp
Belgique	+38 bp	+2 bp	-5 bp	+4 bp
Irlande	+70 bp	+12 bp	-	+18 bp
Portugal	+326 bp	+48 bp	+28 bp	+138 bp
Espagne	+143 bp	+13 bp	+4 bp	+29 bp
Italie	+122 bp	+14 bp	-2 bp	+25 bp
Marchés du crédit	08/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+79 bp	+4 bp	-13 bp	+1 bp
Itraxx Crossover	+331 bp	+24 bp	-48 bp	+16 bp
Itraxx Financials Senior	+100 bp	+9 bp	-2 bp	+23 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achévé de rédiger le 8/04/2016 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