

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Eurozone : Les chiffres surprennent à la hausse pour la croissance et à la baisse pour l'inflation.

Japon : Les dépenses des ménages ont reculé en mars.

Marchés : Les taux des pays développés terminent la semaine proches des niveaux de fin de semaine dernière ; Le yen en forte hausse ; Les marchés du crédit euro marquent une pause après plusieurs semaines de fort resserrement ; La Boj et le PIB américain pèsent.

> L'événement

Le FOMC pris entre deux feux

Sans surprise, le FOMC a une nouvelle fois laissé ses taux inchangés. Les deux changements notables dans son communiqué sont : la mention que l'activité économique semble avoir ralenti et le retrait de la mention sur le fait que les développements économiques et financiers globaux fassent peser des risques sur l'économie. Même si les tensions de marché se sont apaisées depuis janvier, les membres du FOMC connaissaient déjà vraisemblablement les chiffres de croissance du T1. Celle-ci est ressortie en deçà des attentes, à + 0,5 % en rythme annualisé. Même si la consommation a légèrement déçu, c'est surtout l'investissement des entreprises qui inquiète, en contraction de 5,8 %, du jamais vu depuis le T2 2009. La part de l'investissement non résidentiel dans le PIB, très corrélée au cycle de politique monétaire, poursuit sa baisse entamée début 2015, à 12,5 %. Dans ce contexte, il est nécessaire d'évoquer les effets problématiques de cette presque décennie de politique monétaire ultra-accommodante.



L'endettement des entreprises américaines a explosé ces dernières années et ce pour l'ensemble des secteurs de l'économie. Les entreprises ont profité des conditions de financement exceptionnelles permises par la politique monétaire très accommodante de la Fed et ont levé des montants record sur les marchés. La taille du marché des obligations d'entreprises a quasiment doublé depuis 2008. Cela dit, les capitaux levés ont servi principalement à financer des opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions – qui ont largement contribué à soutenir le cours des actions américaines – et pas à investir ! Malheureusement, la faiblesse de l'investissement productif pénalise la croissance potentielle de l'économie américaine.

Deux risques s'opposent aujourd'hui :

> Une politique monétaire (trop) accommodante de la Fed inciterait les entreprises américaines à continuer de s'endetter sans pour autant investir. Certes, les opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions devraient ralentir cette année :

la croissance américaine est décevante et les profits sont en baisse. Mais, la gestion plus prudente des cash-flows devrait être beaucoup plus marquée pour les entreprises des secteurs industriels que pour les entreprises des secteurs soutenus par la demande domestique, qui reste résiliente.

> Une divergence de politique monétaire trop prononcée entre la Fed d'une part et notamment la BCE et la BoJ d'autre part, pénaliserait les profits des entreprises américaines en poussant le dollar à la hausse. L'évolution des profits est suivie avec une certaine anxiété. Certaines entreprises et secteurs peuvent se permettre un niveau d'endettement élevé car ils bénéficient, en plus de solides profits, d'une trésorerie et d'un ratio de couverture des intérêts satisfaisants. Par contre, de nombreuses entreprises industrielles affichent des pertes, ce qui n'est évidemment pas compatible avec un endettement élevé.

Dans ce contexte, le FOMC ne peut qu'être attentiste et entretenir un certain flou sur ses intentions. Nous ne tablons que sur deux hausses de taux pour 2016, voire moins si la croissance mondiale décevait encore et si la remontée de l'inflation sous-jacente ne se confirmait pas. Mais surtout, nous ne croyons pas que ce cycle de resserrement pourra perdurer longtemps au-delà de 2016.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Venezuela

Une situation politique inédite. Désireux d'économiser la consommation énergétique de son pays, le président Nicolas Maduro a décidé que les fonctionnaires ne travailleraient plus que les lundis et les mardis. Parallèlement, le parti d'opposition (cependant majoritaire au Parlement) a réclamé la démission du ministre de l'Alimentation Rodolfo Marco en raison des pénuries persistantes de biens de première consommation. En outre, les derniers sondages publiés montrent que 2/3 de la population veulent que Nicolas Maduro quitte la présidence. Le Venezuela est confronté à un effondrement de son économie : l'inflation a atteint plus de 700 % sur un an, le pays connaît une récession profonde, des pénuries alimentaires chroniques et, récemment, des pénuries d'énergie. Néanmoins, il est peu probable que cette situation évolue à court terme. Malgré la majorité du parti d'opposition au Congrès, le parti socialiste au pouvoir bénéficie du soutien de la Cour Suprême (auprès de laquelle il peut faire appel), et qui s'oppose régulièrement à chaque décision des parlementaires.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Les chiffres surprennent à la hausse pour la croissance et à la baisse pour l'inflation. Pour le premier trimestre 2016, la croissance zone euro est sortie à + 0,6 % trimestre sur trimestre contre + 0,4 % attendu. En particulier, la croissance française est sortie à + 0,5 %. L'inflation pour la zone euro passe à - 0,2 % pour l'inflation totale et 0,8 % pour l'inflation sous-jacente en glissement annuel pour le mois d'avril. Cette surprise négative intervient malgré le rebond récent des prix du pétrole. La surprise négative s'explique par la retombée des prix des services, de 1,4 % en glissement annuel en mars à 1,0 % en avril. Il est frappant de constater que les prix des services sont inhabituellement volatils. Nous pensons que l'inflation ne remontera que très lentement sur les prochains trimestres.

■ Japon

Les dépenses des ménages ont reculé de 5,3 % en mars par rapport à l'année précédente. Ce chiffre a été pénalisé par les segments habituels, à savoir les prix de l'énergie et l'habillement. Les transports et les communications ont aussi reculé plus rapidement qu'en mars 2015, mais cette fois sans que cela soit dû à une hausse de la TVA. Ces chiffres ont aussi été confirmés par la publication le même jour des ventes de détail, qui ont reculé de 1,1 % en glissement annuel. Celles des appareils électroménagers ont été particulièrement moroses. La hausse des revenus réels n'est pas parvenue à stimuler les dépenses de consommation en raison de la dégradation du sentiment. Les revenus réels bénéficient toujours de la baisse des prix à la consommation, l'IPC sous-jacent ayant chuté de 0,3 % en glissement annuel en mars.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Japon

La BoJ surprend en conservant sa politique monétaire inchangée lors de la réunion qui s'est tenue les 27 et 28 avril, malgré l'appréciation récente du yen. Avec cette décision, la BoJ se laisse ainsi du temps pour analyser l'impact de la politique de taux négatifs sur le marché. De plus, ses perspectives n'ont pas évolué et l'institut d'émission nippon conserve une opinion haussière en matière de croissance et d'inflation (très légère révision à la baisse de sa prévision de PIB). La BoJ table sur un rebond imminent des dépenses de consommation. Elle a également reporté le calendrier fixé pour atteindre son objectif d'inflation de 2 %, du 1^{er} au 2nd semestre 2017. Pendant les prochains mois, et notamment lors de sa réunion au mois de juin, la BoJ ne devrait pas prendre de nouvelles décisions, se laissant le temps d'observer l'ampleur de l'impact du tremblement de terre à Kumamoto en avril et d'évaluer le rebond de l'activité qui s'ensuivra. La probabilité de nouvelles mesures diminuera si le gouvernement décide de reporter le relèvement de la TVA prévu en avril 2017.

■ Russie

Comme prévu, la banque centrale russe (CBR) a décidé de maintenir son taux directeur inchangé à 11 %, mais a adopté un ton plus accommodant. La CBR a signalé qu'elle est prête à assouplir sa politique monétaire lorsqu'elle aura confirmation de la baisse des risques d'inflation à court terme. En ce qui concerne le moyen terme, la CBR considère que ces risques ont diminué et elle a abaissé ses prévisions pour l'inflation de 2017 de « en dessous de 6 % » à environ « 5 % ».

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés terminent la semaine proches des niveaux de fin de semaine dernière, en très légère hausse en Allemagne et très légère baisse aux Etats-Unis. Après une forte montée lundi, les taux sont retombés après le FOMC (voir édito). En Europe, les spreads souverains sont restés quasiment inchangés. La grande prudence de la Fed laisse entrevoir une remontée extrêmement lente des Fed Funds, d'autant que plusieurs indicateurs de fin de cycle commencent à émerger. Dans ce contexte, il ne faut pas attendre de remontée significative des taux longs.

■ Taux de change

Le yen en forte hausse, après le statut quo de la Banque du Japon jeudi (voir section politique monétaire). Le dollar poursuit sa baisse, à - 1,3 % en termes nominaux effectifs, et revient à son plus bas niveau depuis plus de six mois. Le taux de change effectif de la Chine est à son plus bas niveau depuis novembre 2014. Les devises liées

au pétrole ont profité de la montée du prix du pétrole. Nous n'attendons pas de grands mouvements entre les grandes devises lors des prochaines semaines. Il convient de souligner qu'en dépit des fluctuations de la parité EUR/USD, le taux de change effectif de l'euro suivi par la BCE stagne depuis le début de l'année.

■ Crédit

Les marchés du crédit euro marquent une pause après plusieurs semaines de fort resserrement. Depuis les annonces de la BCE le 10 mars, les indices cash Euro IG et Euro HY se sont resserrés respectivement de 21 et 85 bp. Les marchés du crédit euro ont été fortement soutenus par des flux entrants. L'activité sur le marché primaire s'est également accélérée sur le segment des émetteurs éligible au programme de la BCE. Nous notons un allongement très significatif de la maturité moyenne des nouvelles émissions. Le programme de la BCE reste un facteur de soutien très fort pour les marchés du crédit. 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.

■ Actions

La Boj et le PIB américain pèsent. Après un début de semaine paisible, avec - 0,1 % en cumul pour le MSCI World AC à mercredi soir, les marchés d'actions japonais et européens se sont orientés tour à tour à la baisse jeudi. Concernant Tokyo, le statu quo de la BoJ le matin, intervenu dans la foulée de celui de la Fed, la veille au soir a laissé le champ libre aux opérateurs. Le JPY s'est dès lors brutalement renchéri avec + 2,9 %, soit sa troisième plus forte variation quotidienne depuis sept ans (après août 2015 sur fond de crise du yuan chinois et mars 2009, au plus bas des marchés après la faillite de Lehman). Ce renchérissement du yen pesant sur les valeurs exportatrices, le Topix et le Nikkei ont chuté respectivement de 3,2 % et de 3,6 %. De leur côté, alors que la parité EUR/USD est demeurée relativement stable, les places européennes ont surtout pâti d'une statistique américaine médiocre (PIB du T1 à + 0,5 %) venu rappeler la médiocrité du contexte. Le statu quo des Banques centrales qui s'est dessiné depuis février dernier et qui a de nouveau été confirmé cette semaine a permis d'affaiblir le dollar et de redresser le cours des matières premières et de certains actifs risqués comme, notamment, les actions américaines et émergentes. En revanche, ce mouvement s'est opéré au détriment de la devise et des actions du Japon et de la zone euro. Pour ce qui concerne la zone euro, le balancier devrait se normaliser d'ici la fin de l'année. Entre-temps, cependant, des échéances délicates se profilent comme le référendum en Grande-Bretagne ou les élections législatives en Espagne en juin, ce qui incite à demeurer vigilant.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2076	-0.8%	1.0%	1.6%
Eurostoxx 50	3061	-2.5%	1.9%	-6.3%
CAC 40	4469	-2.2%	2.4%	-3.6%
Dax 30	10147	-2.2%	2.6%	-5.5%
Nikkei 225	16666	-5.2%	-2.6%	-12.4%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	844	-0.1%	3.6%	6.3%
Matières premières - Volatilité	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	48	6.9%	23.2%	29.4%
Or (\$/once)	1278	3.7%	2.9%	20.4%
VIX	16	2.4	1.8	-2.6
Marché des changes	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.14	1.7%	1.1%	5.1%
USD/JPY	107	-4.1%	-4.8%	-11.0%
EUR/GBP	0.78	0.3%	-0.5%	5.9%
EUR/CHF	1.10	0.0%	0.6%	1.1%
Marchés des taux	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.34	-	+1 bp	-21 bp
Euribor 3M	-0.25	--	-1 bp	-12 bp
Libor USD 3M	0.64	-	+1 bp	+3 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.48	+2 bp	+2 bp	-14 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0.28	+5 bp	+14 bp	-35 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.79	-2 bp	+1 bp	-25 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.85	-4 bp	+5 bp	-42 bp
Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+37 bp	+3 bp	+2 bp	+1 bp
Autriche	+21 bp	+3 bp	+1 bp	-6 bp
Pays-Bas	+23 bp	+3 bp	+1 bp	+7 bp
Finlande	+30 bp	+1 bp	-1 bp	+1 bp
Belgique	+41 bp	+3 bp	+3 bp	+7 bp
Irlande	+70 bp	+1 bp	+11 bp	+18 bp
Portugal	+294 bp	-12 bp	+16 bp	+105 bp
Espagne	+134 bp	-2 bp	+4 bp	+20 bp
Italie	+123 bp	-1 bp	+13 bp	+27 bp
Marchés du crédit	29/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+73 bp	+4 bp	-3 bp	-4 bp
Itraxx Crossover	+308 bp	+16 bp	-13 bp	-6 bp
Itraxx Financials Senior	+89 bp	+7 bp	-6 bp	+12 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 29/04/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - 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 utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires et 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