

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Créations d'emplois décevantes malgré une nouvelle baisse du taux de chômage. Contraction de l'activité dans l'industrie, ralentissement dans les services.

Zone euro : Baisse légère des prévisions de croissance de la Commission européenne pour 2016.

Emergents : PMI manufacturiers chinois relativement proches des précédents.

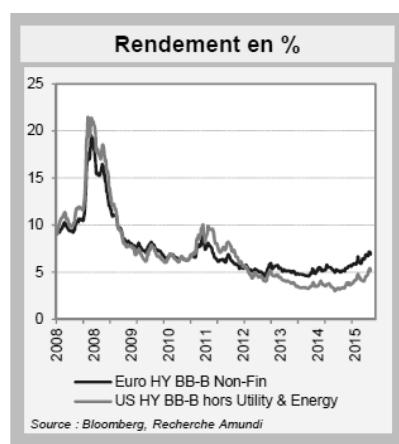
Marchés : Taux allemands renouant avec des niveaux extrêmement bas. Lourde chute du dollar et retour du taux de change effectif de l'euro sur ses niveaux de la fin 2014. Elargissement des spreads de crédit, nouveaux replis sur les marchés d'actions.

> L'événement

US High Yield : un rendement attractif mais les défaillances s'accroissent

Ce début d'année se caractérise par une très forte nervosité sur les marchés actions et obligataires. Les investisseurs s'inquiètent des conséquences d'un ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise et de la baisse des prix du pétrole. Les craintes entourant la faiblesse de la croissance mondiale croissent. Quelle position adopter dans ce contexte sur le marché du High Yield (HY) US ?

Nous demeurons à ce jour particulièrement prudent sur le HY US. La détérioration des fondamentaux des émetteurs de cet univers devrait se poursuivre en raison de la conjonction des facteurs suivants :



La croissance de l'économie américaine demeure fragile et les disparités entre les secteurs sont fortes. La croissance de l'activité dans le secteur des services (soutenue jusque-là par une solide demande domestique) a ralenti en janvier nettement plus que prévu. Le secteur industriel souffre de la vigueur du dollar et de la faiblesse de la croissance hors frontières. Nous anticipons une décélération de la croissance américaine, reflétée notamment par une décélération progressive à attendre du rythme de créations d'emploi.

Les profits des entreprises américaines sont confrontés à de fortes pressions : le potentiel d'appréciation des marges est limité, le coût de financement s'est accru et la récente appréciation du dollar est très pénalisante pour les entreprises exportatrices. Plus spécifiquement, le HY US est fortement exposé au secteur manufacturier et en particulier au

secteur de l'énergie, du métal et de l'exploitation minière (17 % de l'univers).

Le levier d'endettement des entreprises américaines n'a pas été aussi élevé depuis une décennie. Les émetteurs ont levé ces dernières années des montants record sur les marchés obligataires et actions principalement pour financer les opérations de M&A et de rachats d'actions.

Les conditions de financement se sont fortement durcies ces derniers mois pour les émetteurs les plus endettés. Le pourcentage d'émissions affichant un spread supérieur à 1000pb a explosé dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et de la distribution. Cette relation augure d'une augmentation des défaillances dans les mois à venir. Le taux de défaut du HY US devrait ainsi atteindre 5 % fin 2016 contre 2,8 % actuellement.

Avec 9 % de rendement, la valorisation du HY US demeure très attractive par rapport à son homologue européen qui n'offre qu'un taux de 5 %. Cette différence s'explique en partie par la faible exposition de l'univers européen aux secteurs liés à l'énergie et la meilleure qualité de crédit des émetteurs HY Euro. Le taux de défaut des titres HY européens devrait se stabiliser à son niveau actuel 2 %. Sur le marché du crédit dollar, nous restons à ce stade prudent sur le HY et privilégions le segment Investment Grade. Nous favorisons les secteurs qui bénéficient de la demande domestique et qui génèrent des solides profits.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

La Commission Européenne baisse légèrement ses prévisions de croissance pour 2016. La Commission européenne baisse sa prévision de croissance du PIB pour 2016 à 1,7 %. Pays par pays, ses nouvelles prévisions sont de 1,8 % pour l'Allemagne, de 1,3 % pour la France, de 1,4 % pour l'Italie et de 2,8 % pour l'Espagne. Ces prévisions sont toutes 0,1pp plus basses que celles publiées par la Commission à l'automne 2015, sauf concernant l'Espagne pour laquelle la prévision est augmentée de 0,1 pp. Si la zone euro est, aujourd'hui, dans une dynamique de reprise cyclique bien engagée, il faut bien tenir compte de la montée des risques externes (inquiétude au sujet des émergents, décélération de la croissance américaine). Il y a là effectivement de quoi ralentir un peu la croissance européenne, qui maintiendra tout de même une trajectoire positive (nous avons, pour notre part, une prévision de croissance du même ordre de grandeur bien qu'un peu plus prudente : + 1,5 % pour le PIB de la zone euro en 2016).

■ Etats-Unis

Créations d'emplois décevantes malgré une nouvelle baisse du taux de chômage. L'économie américaine n'a créé que 151 000 emplois en janvier (alors que le consensus en attendait 190 000 et que le chiffre de décembre est révisé en baisse à 262 000). Le taux de chômage baisse à 4,9 %, soit son plus bas niveau depuis février 2008, contre 5 % en décembre. Le salaire horaire moyen progresse de + 2,5 % sur un an, contre + 2,2 % prévu, après une progression annuelle révisée en hausse à + 2,7 % en décembre. Le taux de participation se stabilise à 62,7 %, contre 62,6 % en décembre. La durée moyenne de la semaine de travail progresse très légèrement à 34,6 heures contre 34,5 heures en décembre. **L'activité se contracte dans l'industrie, ralentit dans les services.** L'ISM Manufacturier ne remonte que très légèrement en janvier, restant en territoire négatif (48,2, contre 48,4 attendu et 48 en décembre). L'ISM non manufacturier surprend, pour sa part, très négativement, à 53,5 (contre 55,1 attendu et 55,8 en décembre). Les détails des principales composantes de ces indicateurs sont, dans l'ensemble, en baisse, sauf la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier qui remonte à 51,5 (pour la première fois en territoire positif depuis octobre). Une partie de la déception concernant les créations d'emplois s'explique par une correction après des chiffres de décembre anormalement élevés. Cependant, le cumul de ces chiffres avec la baisse de l'ISM non manufacturier accrédite l'idée d'une décélération qui n'est plus limitée au secteur manufacturier. Nous avons récemment réduit notre prévision de croissance 2016 à 2 % (contre 2,2 % précédemment) et pensons que, si les craintes de récessions sont exagérées, la croissance américaine devrait revenir à son niveau potentiel (en-dessous de 2 %) en 2017.

■ Chine

L'**indice PMI manufacturier officiel chinois** pour le mois de janvier est ressorti légèrement en-deçà des attentes, à 49,4 (vs. un consensus de 49,6 et un chiffre antérieur de 49,7). L'**indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin** pour le mois de janvier est ressorti au-dessus des attentes, à 48,4 (vs. un consensus de 48,1 et un chiffre antérieur de 48,2). L'indice PMI manufacturier officiel chinois s'est stabilisé à près de 49,4-49,8 pour le 5^e mois consécutif, mais reste nettement en territoire de contraction. Dans le détail, la légère baisse de l'indice PMI officiel du secteur manufacturier est essentiellement due au ralentissement des importations (-1,2 point de pourcentage), de la production (- 0,8 ppt) et des nouvelles commandes (- 0,7 ppt). En revanche, l'amélioration modeste de l'indice du secteur manufacturier de Caixin s'explique par les nouvelles commandes (+ 0,8 ppt), qui témoigne du redressement progressif de la demande des entreprises d'État. La banque centrale chinoise a probablement injecté plus de 2 000 milliards de RMB dans le système financier pour soutenir une économie en phase de fléchissement. Nous pensons que la PBOC devrait réduire le ratio des réserves obligatoires des banques compte tenu des taux d'intérêt désormais négatifs.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux allemands renouent avec des niveaux extrêmement bas, le taux 10 ans étant passé sous la barre des 0,30 %. Le taux 2 ans a atteint un plus bas niveau historique à - 0,50 %. La partie longue de la courbe s'aplatit légèrement. Les taux américains ont chuté avec l'ISM non manufacturier mais ont repris quelques points de base après le rapport sur l'emploi. Le taux 10 ans est revenu sur ses plus bas niveaux depuis début 2015. La (timide) accélération des salaires et la baisse du taux de chômage montrent qu'on ne peut pas encore prédire l'annulation du cycle de resserrement monétaire de la Fed. Toutefois, la Fed sera extrêmement prudente. Les taux longs allemands sont désormais si bas qu'il est délicat de prendre des positions longues agressives. Toutefois, la perspective de nouvelles actions BCE justifient de rester positionné sur les pays périphériques.

■ Taux de change

Le dollar chute lourdement, avec les mauvais chiffres américains (ISM non-manufacturier). Le taux de change effectif de l'euro a augmenté de près de 2 % sur la semaine et revient sur ses niveaux de la fin 2014. Le yen prend 3 % face au dollar et la parité USD/JPY est de retour vers 117, soit bien en-deçà des niveaux qui prévalaient avant la baisse de taux en territoire négatif de la BoJ. Le renminbi est très stable face au dollar depuis la mi-janvier et perd 1,3 % en termes effectifs. La forte appréciation de l'euro est l'un des éléments clés qui poussera la BCE à aller loin dans ses nouvelles mesures d'assouplissement le 10 mars. Les deux facteurs expliquant l'appréciation du dollar depuis l'été 2014, la forte baisse du prix des matières premières et la divergence de politique monétaire entre la Fed et les autres grandes banques centrales, s'essouffent. De plus, la forte appréciation du dollar sur décembre/janvier, à un moment où les chiffres économiques se sont mis à décevoir, a été clairement exagérée. A court terme, le dollar peut encore faiblir quelque peu mais les mesures qu'annoncera la BCE en mars devraient ramener la parité EUR/USD à la baisse.

■ Crédit

Dans un contexte de baisse des marchés actions, les spreads de crédit se sont élargis durant la semaine des deux côtés de l'Atlantique, et de façon plus marquée au niveau des CDS que des obligations d'entreprise correspondantes, les CDS étant généralement davantage corrélés aux mouvements des actions. Les financières européennes ont été particulièrement affectées sur les marchés du crédit, ainsi que sur les marchés actions : les indices iTraxx des obligations financières senior et subordonnées ont vu leur prime de risque de crédit progresser assez nettement, et les spreads ont renoué avec leurs niveaux de la fin 2013. La tendance a été plus stable pour les CDS des obligations non financières. Étant survenu la semaine précédente, le léger rebond des cours pétroliers n'a pas suffi pour soutenir le segment du HY américain. L'aversion pour le risque domine les marchés du crédit en ce début d'année, avec notamment pour conséquence d'affecter la capacité de refinancement obligataire des entreprises. D'habitude, l'activité du marché primaire des obligations d'entreprise est très soutenue en début d'année, mais cette année les nouvelles émissions dans les secteurs financier et industriel

ont diminué de 50 % à 70 % par rapport à janvier 2014. De plus, les obligations sécurisées (mieux soutenues par le programme d'achat d'actifs de la BCE) n'ont atteint que la moitié des volumes déjà décevants de nouvelle dette placée par les émetteurs financiers : ceci tend à confirmer que ces conditions de financement continuent à constituer un défi, pesant encore davantage sur le marché High Yield. La tendance est encore plus prononcée dans le crédit à haut rendement : les émissions d'obligations de rang spéculatif en Europe ont été quasiment inexistantes en janvier, après des volumes déjà très faibles au second semestre 2015 (à peine 18 milliards d'euros) et 57 milliards au premier semestre. La dégradation des conditions de financement des entreprises est probablement l'une des formes de resserrement financier involontaire identifiée par la BCE, qui, comme on le sait, devrait annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement en mars.

■ Actions

Nouveaux replis. Les marchés actions sont demeurés orientés à la baisse cette semaine avec - 2 % pour le MSCI World AC, - 4 % au Japon et en zone euro et jusqu'à - 6 % en Italie. Si Wall Street a fait preuve d'une meilleure résistance, avec un recul de seulement 2 %, ce sont surtout les marchés émergents qui ont tiré leur épingle du jeu avec un rebond + 3 % en USD pour le MSCI EM (- 0,5 % en devises locales). Alors que les économistes redoutent un ralentissement de la croissance mondiale, un regain de pression déflationniste et une montée du risque crédit, les marchés d'actions demeurent plus que jamais sous l'influence des cours du pétrole, de la Chine et des banques centrales. Dans ce cadre, le fait nouveau de la semaine aura été l'inflexion du ton de la Fed suite à des statistiques décevantes (PMI services). Ceci a conforté la conviction des opérateurs que le mouvement de resserrement de la Fed serait suspendu. En retour, ceci a poussé l'USD à la baisse (- 3,3 % vs. EUR sur la semaine) et, nonobstant la nouvelle baisse des cours du brut, conforté les secteurs liés aux matières premières (en relatif, + 1 % pour le pétrole et + 4 % pour les matériaux). Au plan sectoriel, on relèvera également le nouvel accès de faiblesse du secteur bancaire, affecté par le débat sur la « bad bank » en Italie, et plus largement par les interrogations sur le risque crédits.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1915	-1,3%	-5,0%	-6,3%
Eurostoxx 50	2902	-4,7%	-8,7%	-11,2%
CAC 40	4227	-4,3%	-6,9%	-8,9%
Dax30	9354	-4,5%	-9,3%	-12,9%
Nikkei 225	16820	-4,0%	-8,5%	-11,6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	740	-0,4%	-3,8%	-6,9%
Matières premières - Volatilité	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	34	-0,8%	-5,4%	-7,6%
Or (\$/once)	1146	2,5%	6,4%	8,0%
VIX	22	1,6	2,5	3,6
Marché des changes	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,11	2,7%	3,5%	2,5%
USD/JPY	117	-3,2%	-1,5%	-2,7%
EUR/GBP	0,77	1,1%	5,0%	4,3%
EUR/CHF	1,11	0,2%	2,3%	2,0%
Marchés des taux	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,23	--	+2 bp	-10 bp
Euribor 3M	-0,17	--	-3 bp	-4 bp
Libor USD 3M	0,62	+1 bp	-	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,48	-	-11 bp	-14 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,32	--	-22 bp	-31 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,75	-2 bp	-26 bp	-30 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,88	-4 bp	-35 bp	-39 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+33 bp	+2 bp	-4 bp	-3 bp
Autriche	+27 bp	+3 bp	-2 bp	--
Pays-Bas	+13 bp	+2 bp	-5 bp	-4 bp
Finlande	+25 bp	-1 bp	-4 bp	-4 bp
Belgique	+45 bp	+1 bp	+11 bp	+11 bp
Irlande	+69 bp	+6 bp	+19 bp	+17 bp
Portugal	+280 bp	+25 bp	+83 bp	+92 bp
Espagne	+132 bp	+14 bp	+17 bp	+18 bp
Italie	+123 bp	+14 bp	+28 bp	+27 bp
Marchés du crédit	05/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+106 bp	+13 bp	+25 bp	+28 bp
Itraxx Crossover	+410 bp	+41 bp	+81 bp	+96 bp
Itraxx Financials Senior	+113 bp	+22 bp	+35 bp	+37 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achévé de rédiger le 05/02/2016 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