

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Nouveaux signes d'amélioration du marché du travail.

Zone euro : Progression de + 0,3 % du PIB au T4 par rapport au T3.

Marchés : Taux longs des pays développés en forte baisse, surperformance des obligations des marchés émergents en devise locale. Très forte performance du yen et résistance relative des devises émergentes face au dollar. Marchés du crédit continuent de s'écarter. Nouvelle chute des marchés d'actions.

> L'événement

Excès de marché ou prémices d'une nouvelle crise ?

Après les *subprimes* et la crise souveraine s'achemine-t-on vers une troisième crise majeure ? Entre l'effondrement des cours du pétrole, la fonte accélérée des réserves de change de la Chine et le krach des valeurs bancaires, **c'est ce que semble suggérer les écarts extrêmes relevés sur les marchés de taux.**

Du côté des fondamentaux, la situation est certes médiocre mais ce n'est pas véritablement nouveau, même si la probabilité du *worst case* scénario a implicitement augmenté. Ainsi, en 2016, la croissance mondiale devrait peu ou prou se maintenir au même rythme qu'en 2015 ; la Chine parvenant à éviter le *hard landing* et le léger mieux en zone Euro absorbant en partie la décélération des Etats-Unis. **De même**, en dehors des mono-exportateurs, **la chute des prix du pétrole n'a pas que des conséquences négatives.** A l'exception de l'Amérique du Nord où ses conséquences sont discutables, la baisse de la facture énergétique constitue une opportunité pour les consommateurs de la zone euro, du Japon, de la Chine ou de l'Inde et, plus largement, pour tous les pays importateurs nets.



Si les enjeux en matière de croissance ne sont finalement guère nouveaux, pourquoi tant de nervosité sur les marchés ? Nul doute que l'accroissement des incertitudes relatives à la croissance de grands pays systémiques tels que les USA et/ou la Chine est à l'origine de cette nervosité. Mais cette dernière n'est-elle pas excessive et en ce sens contre-productive ?

Concernant la Chine, l'inquiétude la plus immédiate est moins liée à sa croissance qu'à une éventuelle dépréciation forcée du yuan qui, attiserait à son tour une guerre des changes plus large à l'issue incertaine. Alors que les intérêts à court et long terme de la Chine militent pour une inflexion très mesurée (de l'ordre de 5 %) du taux de change du Yuan, une dépréciation incontrôlée constituerait un véritable échec. **Ce scénario du pire pourrait se matérialiser si les réserves de la Chine venaient à s'approcher de la cote d'alerte.** Selon certaines estimations, celle-ci se situerait aux environs de 2600 Mds d'USD, à rapporter aux 3200 Mds de réserves à fin janvier ; soit un différentiel de six mois au rythme d'attrition actuel des réserves. Gageons toutefois, que **d'ici là la Chine clarifiera avec force sa politique de taux de change** car,

dans le cas contraire, les retraits s'emballeraient. En reprenant le triptyque de Mundell, le plus vraisemblable est que la Chine privilégiera son atterrissage en douceur (d'où la poursuite d'un *policy mix* accommodant) et une dépréciation modérée du Yuan à l'ouverture de ses marchés de capitaux.

Concernant le krach des valeurs bancaires, celui-fait écho à la crise de 2008 où, malgré leurs dénégations initiales, elles avaient fini par être emportées par les subprimes. Depuis lors, afin qu'une telle crise ne puisse se reproduire, la réglementation s'est durcie. **Le niveau des fonds propres a été multiplié par deux et les activités les plus risquées ont été abandonnées.** Ainsi, l'exposition à la partie la plus risquée du secteur pétrolier (370 Mds de HY sur un total de 2500 Mds d'USD) est moins le fait des banques (30 %) que des autres créanciers obligataires (70%). Par ailleurs, l'ensemble des dettes du secteur pétrolier (2500 Mds d'USD) est d'une ampleur quasi dix fois moindre que celle des subprimes à l'époque (23 000 Mds d'USD) !

Alors que les fondamentaux économiques demeurent gérables, **le véritable risque serait que l'emballement de la crise financière, aggravé par le manque de liquidité de certains actifs ne vienne faire dérailler l'édifice.** Ce canal de transmission peut s'avérer redoutable. Le graphique ci-dessus montrant la relation entre les cours de bourse du secteur bancaire et les prêts distribués suggère un freinage du crédit à l'horizon 12 mois si rien n'est fait d'ici là. **Paradoxalement, c'est ce degré d'urgence qui devrait inciter les autorités financières à se coordonner.** Gageons que d'ici quelques semaines, la position des uns et des autres sera devenue plus coopérative, qu'il s'agisse de la politique de change de la Chine ou de l'orientation de la Fed.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Le PIB de la zone euro a progressé de + 0,3 % au T4 par rapport au T3 (un chiffre conforme aux attentes et similaire à celui du trimestre précédent), tiré vers le haut par les pays de l'Europe de l'Est et l'Espagne, alors que la Grèce et la Finlande ont vu leur PIB se dégrader (respectivement - 0,6 % et - 0,1 %). Voir détail des chiffres ci-dessous.

Croissance du PIB, %	T3 2015 T/T	T4 2015 T/T	2015 (4 trim.)	2015 (moy. ann.)	Acquis 2016
Zone euro	0,3%	0,3%	1,5%	1,5%	0,4%
Allemagne	0,3%	0,3%	1,3%	1,4%	0,5%
France	0,3%	0,2%	1,3%	1,1%	0,3%
Italie	0,2%	0,1%	1,0%	0,6%	0,2%
Espagne	0,8%	0,8%	3,5%	3,2%	1,2%

En France, pour rappel, le PIB s'est accru de + 0,2 % au T4 (contre + 0,3 % au T3). La consommation publique a progressé au même rythme qu'au T3 (+ 0,4 %) tandis que le consommation privée s'est contractée de manière importante (- 0,4 %). L'investissement a été particulièrement dynamique (+ 0,8 %), portant au total la contribution à la croissance de la demande intérieure hors stocks à + 0,1 pp. Le commerce extérieur a pesé sur la croissance pour - 0,3 pp (exportations : + 0,6 %, importations : + 1,6 %). Enfin, la variation des stocks a contribué pour +0,5 pp à la croissance du T4. En Allemagne, la croissance de + 0,3 % au T4 a été portée par la demande intérieure (en particulier par la consommation publique). En revanche, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance du fait d'exportations diminuant davantage que les exportations. Au final, la zone euro a fait un peu mieux que prévu sur l'ensemble de l'année 2015 (en décembre 2014, le consensus prévoyait une progression du PIB de 1,1 % seulement). Au T4, la croissance a été stable par rapport au trimestre précédent, ce qui plaide pour une reprise qui continue, même si le rythme est relativement disparate entre les pays. L'Allemagne, plus exposée au ralentissement des émergents et des Etats-Unis, voit sa croissance portée davantage par la demande interne (en particulier du fait des dépenses publiques) que par l'extérieur. La reprise est donc désormais bien engagée, mais en 2016 la zone euro devra relever le défi d'une dissipation des effets favorables de la dépréciation de l'euro et des faibles prix du pétrole, dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale.

■ Etats-Unis

Nouveaux signes d'amélioration du marché du travail américain. Le nombre de postes ouverts au recrutement a augmenté en décembre, à 5,61M (contre 5,41M attendu et 5,34M en novembre), un niveau proche du plus haut touché en juillet dernier à 5,67 M. Surtout, le taux de démission a augmenté pour atteindre 2,1 pour mille, un record depuis avril 2008. **Rebond des ventes au détail.** Les ventes au détail de janvier ont été un peu plus fortes que prévu (+ 0,2 % contre + 0,1 % attendu et après une progression de décembre revue en hausse à + 0,2 % au lieu de - 0,1 % annoncé précédemment). Surtout, les ventes au détail « Control Group », représentatives de la consommation des ménages comptabilisée dans le PIB, progressent de + 0,6 %, contre + 0,3 % attendu et après un recul de - 0,3 % en décembre. La consommation reste le principal moteur de la reprise. Le marché du travail américain est largement épargné, pour l'heure, par les signes de ralentissement visibles sur les autres indicateurs économiques. L'augmentation du taux de démission pourrait même être interprété comme un signe avant-coureur d'inflation salariale par la Réserve fédérale (sachant que le rapport sur l'emploi du mois de janvier a montré une progression des salaires plus forte que prévu).

POLITIQUE MONETAIRE

■ Suède

La Riksbank a décidé de réduire son taux repo de 0,15 pb, à - 0,50 %. Même si cette décision était anticipée par le consensus, l'ampleur de la baisse a surpris (le consensus tablait sur une baisse de seulement 0,10 pb). La Riksbank a également confirmé qu'elle continuerait à acheter des emprunts d'État lors du 1er semestre 2016, conformément au plan adopté en octobre 2015, et qu'elle réinvestirait les coupons et le produit des titres arrivant à échéance de son portefeuille obligataire. En outre, la Riksbank a répété qu'elle était prête à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement et à intervenir à tout moment en fonction de circonstances pour protéger son régime d'objectif d'inflation. Ce faisant, elle a renforcé le caractère accommodant de sa politique monétaire. Précision importante, deux des six gouverneurs ont voté contre cette décision. M. Floden s'est même opposé à la prolongation du mandat de délégation pour les interventions sur le marché des changes. La baisse du taux repo et le ton encore plus accommodant de la Riksbank montrent clairement que cette dernière essaie de juguler l'appréciation de la couronne suédoise (SEK). En janvier, alors que le Gouverneur Stephen Ingves s'était inquiété de l'impact sur l'inflation, la Riksbank avait insisté sur l'importance pour elle de prendre en compte les politiques expansionnistes des autres banques dans le cadre de ses décisions de politique monétaire. L'euro est de loin la devise la plus importante pour la Suède et la banque centrale fait tout son possible pour empêcher une appréciation trop forte de sa devise contre la devise européenne. Cette décision a été considérée comme le signe d'une course entre banques centrales (BCE, BoJ, Riksbank) en vue d'amener les taux en territoire négatif, et a suscité des craintes sur l'état global du secteur bancaire. Il est peu probable que la Riksbank choisisse d'aller encore plus loin alors que deux gouverneurs ont déjà voté contre la baisse des taux.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux longs des pays développés en forte baisse, avec de forts mouvements de fuite vers la qualité. Le taux 10 ans allemand revient à quelques points de base de ses plus bas historiques, à 0,22 %. Notons que la courbe allemande est en territoire négatif jusqu'à maturité 8 ans incluse. Le taux 10 ans américain est, lui, revenu sur ses plus bas niveaux depuis mai 2013, le mois des premières évocations du *tapering* du QE3. Les contrats futures n'anticipent plus de hausse de *fed funds* avant le S2 2017. Dans la zone euro, l'aversion pour le risque a contribué à la hausse des spreads souverains : l'écart de taux 10 ans entre l'Italie et l'Espagne d'une part et l'Allemagne d'autre part reviennent vers les 150 points de base, soit les niveaux atteints lors de la crise grecque de l'été 2015. L'écart de taux 10 ans entre le Portugal et l'Allemagne a augmenté de près de 100 points de base, pour atteindre des niveaux (374 pb) inobservés depuis le début 2014.

La semaine dernière, les obligations des marchés émergents (ME) en devise locale ont surperformé les obligations en devise forte. Contrairement à la tendance de ces deux dernières années, les obligations des marchés émergents (ME) en devise locale surclassent leurs homologues libellées en devise forte depuis le début de l'année 2016, y compris la semaine dernière. Au-delà de la stabilisation des devises, les anticipations de nouvelles mesures d'assouplissement des politiques monétaires par les grandes banques centrales ont aussi soutenu la classe d'actifs. La dette asiatique en devise locale s'est nettement distinguée, avec une très nette baisse des rendements après la décision inattendue de la BoJ. Même si les spreads espagnols et italiens ont remonté, ils n'ont, pour le moment, fait que revenir aux alentours de leur valeur d'équilibre. La situation est très différente au Portugal où le spread est désormais bien supérieur à celle-ci. Avec la forte volatilité des marchés, les taux longs ont vraisemblablement baissé de façon exagérée. Nous ne pensons pas que la dette en devise locale sera en mesure de surperformer pendant toute l'année. Son rendement n'est inférieur que de 22 pb à celui des obligations en devise forte, le plus faible niveau depuis la crise financière. Les spreads de la dette émergente en devise forte n'ont pas été aussi élevés depuis la faillite de Lehman Brothers. A nos yeux, les valorisations actuelles restent attractives, malgré un besoin prononcé de diversification et l'adoption d'une approche sélective compte tenu des perturbations actuelles sur les marchés.

■ Taux de change

Très forte performance du yen, qui prend plus de 3 % sur la semaine face au dollar. La parité EUR/USD est repassée au-dessus de 1,13 pour la première fois depuis octobre. Le taux de change effectif de l'euro revient sur un plus haut depuis décembre 2014, soit avant l'annonce du QE de la BCE. Notons que la parité USD/CNY est extrêmement stable depuis un mois et que le taux de change effectif du renminbi est, lui, au plus bas depuis décembre 2014.

Les devises des pays émergents résistent relativement bien face au dollar dans un contexte d'aversion au risque. Malgré la très nette dégradation du sentiment des investisseurs la semaine dernière, en raison des craintes relatives au secteur bancaire européen, les devises des pays émergents se sont relativement bien comportées. L'indice EMFX ne recule que de 70 p sur la période. Les devises les plus mal orientées sont celles liées au pétrole (MXN, RUB et COP), les prix de l'or noir ayant encore subi des pressions baissières. Dans le contexte de volatilité et d'incertitude actuel, il reste intéressant de rester positionné sur le yen (gardons à l'esprit la parité USD/JPY était environ 30 % plus bas en 2012). La vigueur de l'euro (+ 7 % en effectif depuis début décembre) poussera la BCE à annoncer réagir le 10 mars et on peut donc s'attendre à ce qu'il perde quelques % par rapport aux niveaux actuels. Il convient également de mettre l'accent sur le fait que le dollar ne s'est que faiblement déprécié alors que les marchés n'anticipent plus aucune hausse de *fed funds* avant S2 2017. La résistance relative des devises des pays émergents s'explique essentiellement par le repli du billet vert, le marché n'anticipant plus de hausse des taux par la Fed au cours des deux prochaines années. L'aversion au risque a aussi exercé des pressions baissières sur la parité USD/JPY. En comparant leurs performances, on constate que les devises émergentes (EMFX) ont sous-performé le JPY, d'au moins 3 % pour celles des pays d'Europe centrale et orientale et même de 7 % pour le MXN au cours de la semaine écoulée. Les devises des principaux pays émergents pourraient encore baisser car les régimes de change flottants servent de soupape de décompression aux autorités des pays concernés.

■ Crédit

Les marchés du crédit continuent de s'écarter. Les émetteurs à beta élevé sous performant. Les valorisations sont revenues sur les niveaux observés au début des précédentes récessions. Les marchés primaires restent calmes. Quelle position adopter aujourd'hui ? Les inquiétudes des investisseurs et les nôtres se concentrent sur la soutenabilité de la croissance mondiale. Dans un environnement de faible croissance et de faible inflation, nous restons particulièrement sélectifs sur le marché dollar. Le levier d'endettement des entreprises américaines n'a pas été aussi élevé depuis une décennie. Les profits des émetteurs dollar sont confrontés à de fortes pressions. Sur le marché du crédit dollar, nous restons à ce stade prudent sur le HY et privilégions le segment IG. Nous favorisons les secteurs qui bénéficient de la demande domestique et qui génèrent des solides profits.

■ Actions

Voir édito.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1829	-2,7%	-5,7%	-10,5%
Eurostoxx50	2736	-5,0%	-10,7%	-16,3%
CAC 40	3963	-5,7%	-9,5%	-14,5%
Dax30	8936	-3,8%	-10,5%	-16,8%
Nikkei 225	14953	-11,1%	-13,2%	-21,4%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	713	-3,6%	-1,4%	-10,2%
Matières premières - Volatilité	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	32	-7,1%	2,5%	-15,2%
Or (\$/once)	1237	5,4%	13,8%	16,5%
VIX	28	4,8	5,7	9,9
Marché des changes	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,12	0,8%	3,6%	3,6%
USD/JPY	113	-3,4%	-4,1%	-6,4%
EUR/GBP	0,78	1,1%	3,5%	5,4%
EUR/CHF	1,10	-0,5%	1,0%	1,0%
Marchés des taux	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	--	-1 bp	-11 bp
Euribor 3M	-0,18	-2 bp	-4 bp	-5 bp
Libor USD 3M	0,62	--	-1 bp	-
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,54	-4 bp	-15 bp	-19 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,22	-8 bp	-31 bp	-41 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,67	-5 bp	-25 bp	-38 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,69	-14 bp	-41 bp	-58 bp
Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+40 bp	+6 bp	+1 bp	+4 bp
Autriche	+33 bp	+6 bp	+2 bp	+6 bp
Pays-Bas	+16 bp	+3 bp	-3 bp	-1 bp
Finlande	+34 bp	+9 bp	+3 bp	+5 bp
Belgique	+54 bp	+8 bp	+19 bp	+20 bp
Irlande	+80 bp	+10 bp	+30 bp	+28 bp
Portugal	+374 bp	+90 bp	+159 bp	+185 bp
Espagne	+151 bp	+17 bp	+21 bp	+37 bp
Italie	+142 bp	+16 bp	+34 bp	+46 bp
Marchés du crédit	12/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+122 bp	+13 bp	+35 bp	+45 bp
Itraxx Crossover	+470 bp	+49 bp	+118 bp	+156 bp
Itraxx Financials Senior	+130 bp	+11 bp	+49 bp	+53 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 12/02/2016 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