

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Croissance du PIB révisée à la hausse pour le T4 2015.

Zone euro : Nouveau repli du climat des affaires en février et accord UK-UE pour tenter d'éviter le Brexit.

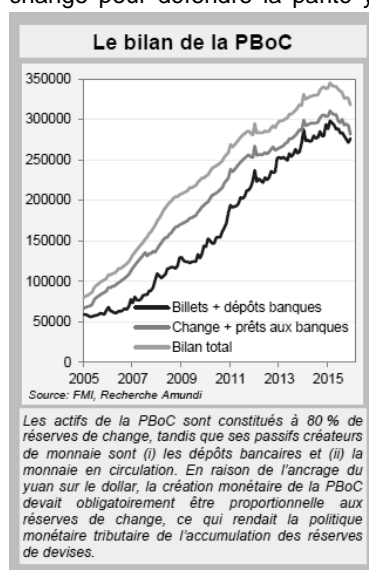
Pays émergents : Dégradation de la note souveraine du Brésil par Moody's.

Marchés : Taux développés en légère baisse, chute de la livre sterling contre le dollar. Surperformance du marché de crédit dollar et progrès des marchés actions.

> L'événement

Big Bang monétaire en Chine : abandon de l'ancrage sur le dollar pour ne pas dévaluer le yuan

Parce qu'il liait la création monétaire uniquement à ses réserves de change, la Chine a décidé d'abandonner l'ancrage de sa devise sur le dollar, adopté il y a une dizaine d'années, afin de bénéficier de la flexibilité d'une monnaie fiduciaire¹ et d'éviter d'accentuer la déflation qui se profile. Le yuan étant surévalué de 25 % par rapport au dollar, la Banque centrale chinoise (PBoC) est prise entre le marteau et l'enclume puisqu'elle doit soit risquer de déflater les agrégats monétaires domestiques en épuisant ses réserves de change pour défendre la parité yuan/dollar, soit rompre le lien entre la création monétaire et l'accumulation de réserves de change. Par conséquent, il y a un peu plus d'une semaine, la banque centrale a annoncé qu'elle optait pour la deuxième solution en lançant des opérations d' « open market » pour gérer la liquidité interbancaire.



Le lancement d'opérations d' « open market » est une étape importante pour résoudre les problèmes monétaires issus de l'éclatement des bulles financières chinoises. C'est en effet le seul moyen d'empêcher la déflation monétaire et de moderniser la politique monétaire. De fait, ayant choisi à raison de privilégier une stabilisation « stérilisée » du yuan (en utilisant des contrôles de capitaux plutôt que les réserves de change), la Chine doit entretenir la hausse de ses agrégats monétaires (ou risquer une récession par les bilans) : la perte de crédibilité due à l'adoption prévue d'un système de monnaie fiduciaire doit être compensée par le nettoyage des actifs bancaires défaillants, l'utilisation d'actifs négociables de qualité dans les opérations sur le marché monétaire.

La transition choisie par la PBoC (passage d'un ancrage sur une devise de référence à un système de monnaie fiduciaire) est indispensable, mais

¹ La monnaie fiduciaire (qu'on appelle également monnaie papier) est une monnaie dont la valeur n'est adossée à aucune matière (comme l'or ou l'argent) mais repose sur la confiance des intervenants envers la banque centrale.

risquée. Au cours des prochaines années, son succès va dépendre de la gestion de plusieurs facteurs majeurs, dont certains entre les mains de la banque centrale, et d'autres non. En effet, le marché monétaire interbancaire doit être débarrassé de ses actifs financiers défaillants (autrement dit, les banques doivent se délester de leurs actifs dépréciés) et rempli d'actifs de qualité négociables (pour lesquels des prêts directs de la PBoC aux banques représentent un substitut transitoire). Par conséquent, les prêts directs qui seront consentis aux établissements bancaires par la PBoC à partir de maintenant ne peuvent pas avoir pour but premier de soutenir des actifs bancaires non viables.

Le gouvernement devra donc jouer un rôle essentiel pour contribuer au succès du Big Bang monétaire de la PBoC, car il va devoir endosser la majorité des coûts de la restructuration indispensable du secteur financier. La tentation pourrait être d'échanger les actifs bancaires défaillants contre des obligations d'État que les banques pourraient ensuite apporter à la PBoC en échange de liquidités ; naturellement, ce procédé reviendrait à monétiser les difficultés des banques sous couvert d'un assouplissement quantitatif indirect. À cet égard, l'ouverture récente du marché obligataire chinois aux investisseurs étrangers qualifiés est une initiative bienvenue, tout comme la promesse de ne pas recourir à des mesures d'assouplissement quantitatif.

L'abandon de l'ancrage sur le dollar est non seulement le signe de la détermination de la Chine pour moderniser sa gouvernance économique, mais c'est aussi le moyen le plus intelligent de se soustraire à la « trinité infernale » qui veut que la politique monétaire ne peut être indépendante si le taux de change est ancré sur une autre devise alors que le capital est libre d'entrer et sortir du pays. La PBoC fait un effort de crédibilité en répétant sa promesse de ne pas réduire davantage le ratio de réserves obligatoires des banques ni de recourir à des mesures d'assouplissement quantitatif, et en renforçant de facto les contrôles des capitaux. Désormais, les risques sont donc moins liés à la conception du plan qu'à sa mise en œuvre.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Royaume-Uni

Accord entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne pour tenter d'éviter le *Brexit*. Estimant qu'il avait obtenu, le 19 février, suffisamment d'aménagement des règles européennes en faveur du Royaume-Uni, le Premier Ministre britannique, David Cameron, a pu confirmer qu'il s'engagerait en faveur du « oui » au référendum sur le maintien du pays dans l'Union Européenne, dont il a confirmé la tenue le 23 juin. A ce jour, l'issue du référendum est très incertaine. Les sondages montrent une opinion publique très divisée. Parmi de nombreux autres facteurs, la volatilité de la situation géopolitique (risque terroriste, crise des réfugiés) au cours des prochains mois peut venir influencer le résultat du vote. A court terme, l'incertitude autour du Brexit va être un facteur de volatilité pour les marchés. A la pression qui s'exerce déjà sur la livre sterling, peut venir s'ajouter, au fur et à mesure que s'approchera la date du référendum, une montée de la défiance envers l'ensemble des actifs européens risqués. Du point de vue économique, les conséquences du Brexit seraient très probablement négatives, surtout pour le Royaume-Uni lui-même (pour lequel le statut de la place financière de Londres est probablement l'enjeu principal) mais aussi pour la zone euro. Cependant, vue du continent, le risque est avant tout politique, et multiforme. Tout d'abord, la sortie d'un pays d'institutions européennes jusqu'à présents présumées irrévocables ne manquerait pas d'encourager les nombreuses forces politiques contestataires qui, sur le continent, ont aujourd'hui le vent en poupe. Ensuite, l'Union Européenne perdrait, avec le Royaume-Uni un acteur de poids jusqu'à présent attaché à la libéralisation du marché intérieur, ce qui pourrait aboutir à une perte d'intensité des efforts de réforme dans cette direction (souvent impopulaire mais essentielle pour l'intégration). A contrario, il est toujours possible d'envisager que, dans un contexte de triple choc de marché, économique et politique, le Brexit soit l'occasion d'un sursaut des institutions de la zone euro (et avant tout du couple franco-allemand) vers des outils plus fédéralistes, notamment budgétaires, que de nombreux observateurs appellent de leurs vœux. La réunion des conditions politiques nécessaire (notamment, la présence simultanée de leaders suffisamment légitimes et décidés au bon moment) en vue d'un tel développement paraît néanmoins très aléatoire.

■ Brésil

Le 24 février 2016, Moody's a baissé la note souveraine du Brésil de deux crans à Ba2 (précédemment Baa3) avec perspective négative. Le communiqué de presse explique cette rétrogradation par la perspective d'une nouvelle détérioration des paramètres de la dette, la dette publique étant susceptible de dépasser 80 % du PIB dans les trois ans. D'autre part, l'agence de notation a estimé que l'environnement politique difficile allait retarder les réformes structurelles et compliquer la consolidation budgétaire. Nous sommes d'accord sur le fait que la situation politique et la baisse continue du PIB compliquent la consolidation budgétaire ; en revanche, nous ne pensons pas que le profil de crédit et le risque de défaut du Brésil soient comparables à ceux de pays comme l'Angola (classé au même niveau par l'agence de notation) ou pires que ceux du Maroc ou du Guatemala, qui sont actuellement mieux notés. De fait, ni les marchés des changes ni ceux de la dette extérieure n'ont beaucoup réagi à cette annonce.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Nouveau repli du climat des affaires en février. D'après son estimation préliminaire, le PMI Composite de la zone euro se replie en février à 52,7 (contre 53,3 attendu et après 53,6 en janvier). Il s'agit de son niveau le plus faible depuis janvier 2015. Le repli est plus fort dans l'industrie que dans les services. Les PMI Composite de l'Allemagne et de la France se replient tous les deux. En Allemagne également, l'indice IFO (climat des affaires dans l'industrie) baisse à 105,7 (contre 106,8 attendu et après 107,3 en janvier), soit son plus bas depuis décembre 2014. Sa composante portant sur les conditions actuelles fait preuve de résistance mais sa composante portant sur les attentes baisse fortement. En revanche, le volume total du crédit bancaire, qui avait décéléré en décembre (+ 0,4 % en rythme annuel) ré-accélère légèrement en janvier (+ 0,6 %). Enfin, l'inflation a finalement été, en janvier, de + 0,3 % sur un an en zone euro, soit un peu moins que le chiffre de + 0,4 % annoncé précédemment. L'inflation hors énergie et alimentation a été de + 1 % sur un an, conforme au chiffre initial. Les indicateurs de conjoncture, qui avaient très bien résisté à la montée des risques externes fin 2015, plient à présent sous le poids des tensions financières et des inquiétudes portant sur la croissance mondiale. Ils restent cependant sur des niveaux permettant d'envisager la poursuite de la reprise, en 2016, à un rythme moyen équivalent à celui de 2015. **La faiblesse de l'inflation (même si l'on fait abstraction de l'effet du pétrole) devrait encore durer un certain temps** du fait d'importants facteurs désinflationnistes (excès de capacités et marché du travail toujours dégradé notamment) qui resteront à l'œuvre.

■ Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB pour le quatrième trimestre de 2015 a été révisée à + 1,0 % en glissement trimestriel annualisé, à la hausse par rapport à une estimation initiale de + 0,7 %, cette révision étant portée par des inventaires à la hausse et des importations à la baisse par rapport à la première estimation. Un coup d'œil aux composantes du T4 indique que la consommation privée a contribué positivement (hausse de 2,0 % en glissement annuel), décélérant toutefois par rapport au trimestre précédent. Parallèlement, l'investissement a continué de baisser (- 0,7 %, comme au T3), et les importations ont diminué moins que les exportations, avec respectivement - 0,6 % et - 2,7 % en glissement annuel. Malgré la révision, ce chiffre du T4 témoigne de la décélération de la croissance américaine en cours. Néanmoins, il s'agit de garder à l'idée que la croissance de + 1,0 % en glissement trimestriel annualisé au T4 n'est pour le moment pas représentative du rythme de la décélération, les premiers indicateurs d'activité du premier trimestre annonçant des chiffres légèrement meilleurs que ceux de la fin de l'année 2015.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux développés en légère baisse. Le taux 10 ans allemand a atteint 0,15 %, moins de 10 pb au-dessus de son plus bas historique. Le taux 10 ans japonais a, lui, atteint un nouveau plus bas historique à - 0,06 %. Notons que les spreads souverains espagnols et portugais sont en légère baisse. Nous conservons l'idée qu'une exposition aux obligations périphériques est intéressante, surtout dans la perspective de nouvelles annonces

d'assouplissement monétaire de la part de la BCE le 10 mars et d'une très probable augmentation du rythme d'achats d'actifs.

■ Taux de change

L'événement de cette semaine a été la chute de la livre sterling contre le dollar. Le taux de change GBP/USD s'est déprécié de presque 3 % durant la semaine, tombant à 1,39 USD pour la première fois depuis 2009 en raison des inquiétudes persistantes concernant la possibilité de Brexit (lire commentaires ci-dessus). Dans son sillage, la paire EUR/USD a cédé quasiment 1 % à 1,026 USD. En revanche, le yen s'est apprécié contre le dollar, la paire USD/JPY gagnant 0,2 % pour s'établir à 112,86. Sur l'ensemble du mois, la devise japonaise s'est appréciée de plus de 7 % contre le dollar. La livre sterling est la devise qui a été la moins performante face au dollar américain sur la semaine. Cette dépréciation s'explique par les chiffres moins bons que prévu de l'activité économique au Royaume-Uni, sur fond d'inflation faible : les marchés n'anticipent plus de resserrement monétaire de la part de la Banque d'Angleterre. Les discussions entourant le Brexit et le choix de la date du référendum le weekend dernier (cela aura lieu au 23 juin 2016) ont accentué les pressions sur la livre. La devise pourrait encore se déprécier dans les mois à venir et se montrer particulièrement instable à l'approche du vote à mesure que le débat s'intensifiera.

■ Crédit

Le marché dollar a surperformé le marché euro cette semaine soutenu par la remontée des cours du Brent. Le High Yield (HY) US s'est resserré de 9 pb alors que le HY Euro s'est écarté de 5pb. L'indice US HY Energie affiche un resserrement de 25pb sur la même période. Le HY US offre un rendement nettement plus attractif que le HY Euro (9,2 % vs 5,71 %). Il convient de garder à l'esprit que le HY Euro a une moindre exposition au secteur de l'énergie et une qualité moyenne de rating plus élevée. Le pourcentage de la dette BB1 (le cran le plus élevé de la catégorie spéculative) est en effet deux fois plus élevé en Europe : 35 % de la dette HY européenne n'est qu'à un cran de la catégorie IG, contre seulement 15 % aux États-Unis. Est-il intéressant de se (re) positionner aujourd'hui sur le HY US ? Oui, mais il convient de rester sélectif. Les cours du pétrole ont légèrement remontés mais nous gardons un scénario de prix du pétrole bas pour les mois à venir. L'excès d'offre et les stocks élevés continueront de peser sur les prix. Dans un contexte de durcissement des conditions de financement et de très fortes pression sur les profits, les fondamentaux des émetteurs du secteur de l'énergie restent orientés à la baisse. Par contre, les secteurs soutenus par la demande domestique peuvent offrir des opportunités intéressantes avec des rendements entre 5 et 8 %.

■ Actions

Bien que volatils, les marchés actions progressent encore à l'approche du G20. La remontée de l'appétit pour le risque n'a été que brièvement fragilisée par les propos du ministre saoudien du pétrole qui dit clairement que la baisse des surcapacités de production devra se faire aux États-Unis. La baisse des anticipations d'inflation, très corrélées à l'évolution des prix du pétrole, cristallise une partie des risques auxquels les marchés doivent faire face en ce moment. Cela a bien sûr un impact sur la valorisation des marchés. Le PER moyen du marché américain sur très longue période est de 18 fois les profits des 12 derniers mois glissants quand l'inflation est légèrement positive (entre 0 et 3 %). Mais si on quitte cette zone, notamment en basculant vers la déflation, le PER moyen baisse. Or, le PER est passé de 18x à moins de 16x depuis novembre 2015. Toutes choses égales par ailleurs, on peut donc dire que le marché américain intègre déjà pour partie un risque de déflation.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1952	1,8%	2,5%	-4,5%
Eurostoxx 50	2937	2,3%	-3,2%	-10,1%
CAC 40	4330	2,5%	-0,6%	-6,6%
Dax 30	9522	1,4%	-3,1%	-11,4%
Nikkei 225	16188	1,4%	-3,1%	-14,9%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	735	-0,8%	3,8%	-7,4%
Matières premières - Volatilité	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	37	11,3%	15,6%	-1,4%
Or (\$/once)	1228	0,2%	9,7%	15,7%
VIX	19	-1,4	-3,4	0,9
Marché des changes	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,10	-1,4%	0,9%	1,0%
USD/JPY	114	0,9%	-4,1%	-5,7%
EUR/GBP	0,79	1,8%	3,9%	6,7%
EUR/CHF	1,09	-0,7%	-1,0%	0,6%
Marchés des taux	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,25	-1 bp	-1 bp	-12 bp
Euribor 3M	-0,20	--	-4 bp	-7 bp
Libor USD 3M	0,63	+2 bp	+1 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,55	-2 bp	-10 bp	-21 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,15	-6 bp	-30 bp	-48 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,77	+2 bp	-7 bp	-28 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,76	+2 bp	-23 bp	-51 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+36 bp	--	+6 bp	-
Autriche	+28 bp	-2 bp	+5 bp	+1 bp
Pays-Bas	+15 bp	+1 bp	+4 bp	-2 bp
Finlande	+29 bp	-1 bp	+2 bp	--
Belgique	+48 bp	--	+5 bp	+14 bp
Irlande	+77 bp	+1 bp	+19 bp	+24 bp
Portugal	+300 bp	-24 bp	+46 bp	+111 bp
Espagne	+145 bp	-6 bp	+25 bp	+30 bp
Italie	+134 bp	-2 bp	+28 bp	+38 bp
Marchés du crédit	26/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+105 bp	-7 bp	+12 bp	+28 bp
Itraxx Crossover	+426 bp	-22 bp	+54 bp	+111 bp
Itraxx Financials Senior	+115 bp	-6 bp	+25 bp	+38 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achévé de rédiger le 26/02/2016 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