Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Europe : De nouveaux signes d'amélioration.

Etats-Unis : Signaux divergents. Quelques indicateurs s'améliorent.

Pays émergents : En Chine, le PMI manufacturier HSBC à un plus bas sur 11 mois. Le PIB brésilien pour le T4 2014 est négatif à - 0,2 % sur un an.

Marchés : Les taux développés marquent une pause et le dollar est en retrait par rapport à quasiment toutes les devises. Semaine de consolidation sur les marchés d'actions.

> Evénement

La recherche de rendement continue !

L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Le taux allemand à 10 ans se positionne aujourd'hui autour de 0,21 % soit une baisse de 23 pb depuis l'annonce officielle du QE le 22 janvier. En revanche, les marchés du crédit n'ont pas affiché de tendances fortes depuis cette date. Les indices HY et IG ont atteint un plus bas fin février avant de s'écarter à nouveau pour revenir sur les niveaux observés préannonce BCE. Comment peut-on expliquer ces performances mitigées ? Et, pourquoi restons-nous positifs sur les marchés crédit euro à moyen terme ?

La performance décevante des marchés du crédit peut s'expliquer par :

La forte dynamique du marché primaire. Cet engouement a pesé sur les marchés du cash. Les volumes de nouvelles émissions sur le segment Investment Grade (IG) totalisent, depuis le début de l'année, 120 Mds €. Ce regain d'activité est lié notamment à l'arrivée d'émetteurs américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas. Les entreprises hors zone euro comptent ainsi pour la moitié des fonds levés sur les premiers mois de l'année ; un chiffre largement supérieur à celui observé en 2014 (voir graphique). Cet enthousiasme est également visible sur le marché du haut rendement avec une recrudescence des primo-émetteurs et des émetteurs notés B ou en dessous.

Le niveau extrêmement historiquement bas des rendements. Il limite le potentiel de resserrement des spreads (IG : 0.9 % et HY : 3.8 %).

Le rythme des nouvelles émissions témoigne de la volonté des entreprises de profiter des taux bas pour se refinancer. Cette tendance devrait se poursuivre en 2015. Nous restons néanmoins positifs sur le marchés crédit euro.

Le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les marchés obligataires euro. La demande supplémentaire mensuelle de 60 Mds € pendant 19 mois (soit un total de 1 140 Mds €) constitue un changement radical pour l'équilibre offre/ demande sur les marchés obligataires euro. Rappelons que les achats de la BCE vont être réalisés dans un marché dont la taille n'augmente que très lentement. L'expansion du marché souverain euro est freinée par les politiques budgétaires restrictives. À titre d'exemple, l'offre nette de dette souveraine de maturité longue a avoisiné 200 Mds € en 2014, un montant largement inférieur aux 600 Mds € d'achats de dettes souveraines prévus par la BCE. Cet asymétrie pèsera sur les taux souverains : la part des encours de dette offrant un rendement négatif est en forte croissance.

L'annonce du QE a eu des conséquences importantes sur les flux d'investissement. L'analyse des données publiées par EPFR témoigne d'une accélération des flux hebdomadaires vers les fonds et les ETF investis dans les principales classes d'actifs européennes de l'univers des actifs risqués. Lors des sept semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE, près de 3,3 Mds € ont été investis dans des fonds IG, soit une collecte hebdomadaire moyenne de 470 millions €, contre une moyenne de 95 millions € au S1 2014 et de 255 millions € au S2 2014. L'analyse du marché HY européen témoigne d'un rebond encore plus marqué et d'une accélération de la demande envers cette classe d'actifs.

Les achats de la BCE vont maintenir l'appétit pour le crédit face à la faiblesse durable des taux souverains. Nous nous attendons à une compression des spreads et des rendements au sein du marché euro.

> La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

De nouveaux signes d'amélioration. L'indicateur PMI Composite de la zone euro (estimations préliminaires) progresse en mars à 54,1 (contre 53,3 en février et 53,6 attendu). Le PMI Composite allemand s'améliore également tandis que celui de la France s'effrite (mais reste sur un niveau indiquant une expansion). L'indicateur IFO allemand progresse encore à 107,9 (contre 107,3 attendu et 106,8 en février), atteignant son plus haut niveau depuis août 2014 ; ses deux composantes (situation actuelle et attentes) sont en hausse. Le crédit au secteur privé n'est plus en recul, en février, que de - 0,1 % sur un an, contre - 0,2 % en janvier (hors titrisation, il progresse de + 0,6 %). Les agrégats monétaires M1 et M3 progressent, en février, de respectivement + 4,0 % et + 9,1 % sur un an (contre + 3,8 % et + 8,9 % en janvier). La production dans le secteur de la construction progresse, en janvier de + 1,9 %. Sur un an, la hausse est de + 3,0 %. Le solde budgétaire de la France en 2014 est de - 4,0 % du PIB, meilleur que sa prévision officielle (- 4,4 %). Enfin, les banques centrales d'Espagne et du Portugal ont revu en hausse leurs **prévisions de croissance** (de + 2 % à **+ 2,8 % en Espagne** et de 1,5 % à **1,7 % pour le Portugal** pour 2015).
Les bonnes surprises se multiplient depuis le début de l'année en zone euro. La conjonction du reflux de l'austérité, de la réparation financière, de la politique monétaire très active de la BCE, de la baisse de l'euro et de celle du cours du pétrole créent un environnement très favorable. Après des années de déceptions, il ne faudrait pas, cependant, basculer dans un excès d'optimisme. Tout d'abord, l'environnement international reste incertain (ralentissement émergent et dynamique américaine un peu moins forte que prévu). Ensuite, à plus long terme, rien ne dit que cette amélioration conjoncturelle sera suffisante pour améliorer le marché de l'emploi de façon décisive et réduire les stocks de dettes privées et publiques qui restent très importants.

Etats-Unis

Signaux divergents. Quelques indicateurs s'améliorent. Ainsi, les ventes de nouveaux logements dépassent nettement les attentes en février (539 000, en rythme annualisé, soit le chiffre le plus élevé depuis février 2008. Les ventes de logements existants, en revanche, sont très proches des attentes (4,88M, en rythme annualisé). L'estimation préliminaire du PMI Composite remonte, en mars, à 58,6 (contre 57,1 en février). Mais d'autres chiffres continuent de décevoir. Ainsi, les commandes de biens durables, attendues en légère hausse, reculent de - 1,4 % en février. Le solde des commandes hors défense et aviation (utilisé pour prévoir les dépenses d'investissement) recule également de - 1,4 %. De plus, les chiffres des commandes de biens durables de janvier sont révisés en baisse. Par ailleurs, les prix à la consommation sont stables, sur un an, en février (après un recul de - 0,1 % en janvier), tandis que les prix hors alimentation et énergie progressent de + 1,7 % (contre + 1,6 %). Enfin, la croissance du PIB du T4 2014 a été confirmée à + 2,2 % (rythme annualisé) en 3e estimation. Beaucoup de chiffres de court terme ont déçu aux Etats-Unis depuis le début de l'année, et la croissance du PIB a sans doute été faible au T1. Des facteurs temporaires se sont ajoutés à la hausse du dollar et aux difficultés qu'entraîne la baisse du prix du pétrole pour certains secteurs. **Néanmoins, ces éléments ne remettent pas fondamentalement en cause la poursuite de la reprise. Rappelons que les chiffres du marché de l'emploi, pour leur part, restent très encourageants.**

Chine

La première estimation du PMI manufacturier HSBC est ressorti à 49,2 en mars contre 50,7 en février, soit un plus bas sur 11 mois. Le consensus s'attendait à un chiffre bien plus élevé à 50,5. L'indice de nouvelles commandes a également baissé de 51,2 à 49,3 alors que les commandes à l'export ont légèrement progressé. D'autres indicateurs tels que la production, l'emploi, les achats et les prix de l'immobilier ont aussi baissé. Ces chiffres confortent notre scénario de ralentissement chinois où – rappelons-le – nous anticipons une croissance pour 2015 de 6,5 % au-dessous du consensus qui table sur une croissance de 7 %. Bien que les autorités chinoises aient déjà adopté de nombreuses mesures d'assouplissement (injections de liquidité, baisse des taux directeurs et de RRR), comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises, ceci n'est sans doute que le début d'une longue série. De nouvelles baisses de taux, y compris un stimulus budgétaire, sont sans doute à prévoir.

Brésil

Le PIB brésilien pour le dernier trimestre 2014 est négatif mais moins dégradé que prévu. Toutefois, cette amélioration ne pourrait être que temporaire dans la mesure où d'autres indicateurs mensuels sont loin d'être positifs. Le taux de chômage est ressorti à 5,9 % en février par rapport à 5,1 % l'année précédente. Selon le rapport trimestriel sur l'inflation, celle-ci devrait être en 2015 proche de 8 % et revenir à 5% fin 2016. D'autres indicateurs ont été baissiers : investissements directs étrangers, recettes du gouvernement, etc. Seul signe positif, et encore si on peut l'interpréter comme tel, la moindre dégradation de la balance courante mais qui semble s'expliquer davantage par une contraction de la demande intérieure (baisse des importations) que par une hausse des exportations. Tous ces chiffres montrent que, pour 2015, les jeux sont faits et que la perspective est maintenant de stabiliser la situation pour éviter que 2016 ne soit pire que 2015. **La Banque Centrale est confrontée à un dilemme entre hausse de taux pour juguler l'inflation et baisse de taux pour soutenir l'activité**. Il y a fort à penser que la décision de la Banque Centrale dépendra fortement de l'évolution du real.

MARCHES FINANCIERS

Obligations souveraines

Les taux développés marquent une pause, en restant quasi-stables sur la semaine. Les taux 10 ans allemand et américain finissent la semaine à respectivement 0,20 et 1,96 %. Le QE de la BCE exercera sur toute l'année une forte pression baissière sur les taux européens. La remontée des taux américains sera limitée.

Taux de change

Le dollar en retrait par rapport à pratiquement toutes les devises à l'exception de la livre. La parité EUR/USD s'est rapprochée de 1,10 et la parité USD/JPY est passée légèrement sous 120. L'euro a encore un potentiel de baisse car les investisseurs non-européens vendront plus facilement leurs obligations à la BCE que les résidents de la zone euro or l'évolution du taux de détention des obligations euro par les investisseurs hors zone euro est assez bien corrélé à l'évolution de l'euro. Sur les six derniers mois (août 2014 à janvier 2015), les flux sortant des marchés obligataires européens se sont chiffrés à 170 Mds €.

Crédit

Les CDS ont moins bien résisté que les obligations cash à l'élargissement des spreads des obligations de la périphérie et aux prises de bénéfices qui ont marqué la semaine. Les spreads des obligations HY européennes n'ont augmenté que de quelques points de base, alors que les indices Itraxx crossover ont été davantage corrélés à l'accès de faiblesse des actifs risqués. Les incertitudes concernant le dossier des réformes à entreprendre par le gouvernement grec ont pesé sur les marchés du crédit. Toutefois, les statistiques économiques ont pour la plupart été supérieures aux attentes, plaidant ainsi en faveur des obligations d'entreprise à bêta élevé (obligations BBB, financières et HY). Après plusieurs jours de ralentissement, l'activité a repris sur le marché primaire, probablement dans la perspective des vacances de Pâques. La consolidation de ces derniers jours intervient après la forte hausse observée en février dans le sillage de l'annonce du QE par la BCE. Outre la dissipation de l'impact de la baisse des prix du pétrole sur les obligations HY américaines, la sous-performance de ces dernières semaines s'explique surtout par les prises de bénéfices sur les actifs risqués, les volumes d'émissions étoffés sur le marché primaire et les incertitudes persistantes concernant les négociations des autorités grecques avec leurs créanciers. La situation de base est néanmoins restée inchangée : les facteurs techniques continueront à alimenter la quête de rendement au cours des mois et des trimestres à venir, malgré des valorisations élevées et des rendements très faibles. Les bonnes nouvelles économiques et la moindre fragmentation des marchés financiers entre les pays de la zone euro laissent par ailleurs augurer une amélioration progressive des fondamentaux. Nous conservons donc une opinion positive à l'égard des marchés du crédit.

Actions

Semaine de consolidation. La baisse du dollar et la hausse du prix du pétrole (tensions géopolitiques au Yemen) est un prétexte à la consolidation des marchés après la forte hausse du début d'année. Ceci est surtout vrai pour les marchés de la zone euro, mais Wall Street n'en profite pas non plus. En Europe, à côté des pétrolières, les banques résistent mieux que beaucoup d'autres secteurs. Les marchés d'actions avaient besoin d'une respiration. Voilà qui est en cours. Comme la hausse du dollar expliquait une grande partie des mouvements sur les marchés, il est logique que les secteurs décorrélés de ce thème résistent mieux, ce qui est le cas des banques européennes. Cette consolidation est saine et devrait être passagère. A 12 mois, les marchés d'actions devraient évoluer à des niveaux supérieurs aux niveaux actuels.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	27/03/2015	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/14
S&P 500	2059	-2.3%	-2.2%	0.0%
Eurostoxx 50	3671	-1.5%	2.0%	16.7%
CAC 40	5019	-1.3%	1.4%	17.5%
Dax 30	11861	-1.5%	4.0%	21.0%
Nikkei 225	19286	-1.4%	2.6%	10.5%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	962	-0.7%	-2.8%	0.6%
Matières premières - Volatilité	**27/03/2015**	**Sur 1 semaine**	**Sur un mois**	**Dep. 31/12/14**
Pétrole (Brent, $/baril)	56	5.4%	-9.3%	0.6%
Or ($/once)	1200	1.5%	-1.1%	1.5%
VIX	15	2.5	2.1	-3.7
Marché des changes	**27/03/2015**	**Sur 1 semaine**	**Sur un mois**	**Dep. 31/12/14**
EUR/USD	1.09	0.5%	-2.9%	-10.2%
USD/JPY	119	-0.8%	-0.5%	-0.6%
EUR/GBP	0.73	0.8%	0.6%	-6.1%
EUR/CHF	1.05	-0.8%	-2.0%	-13.0%
Marchés des taux	**27/03/2015**	**Sur 1 semaine**	**Sur un mois**	**Dep. 31/12/14**
EONIA	-0.06	--	-12 bp	-20 bp
Euribor 3M	0.02	-	-2 bp	-6 bp
Libor USD 3M	0.28	+1 bp	+1 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.25	-1 bp	-2 bp	-15 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0.20	+2 bp	-12 bp	-34 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.58	-	-4 bp	-8 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.96	+3 bp	-3 bp	-21 bp
Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne	**27/03/2015**	**Sur 1 semaine**	**Sur un mois**	**Dep. 31/12/14**
France	+29 bp	+3 bp	+1 bp	-
Autriche	+16 bp	+3 bp	+9 bp	+6 bp
Pays-Bas	+17 bp	+9 bp	+13 bp	+3 bp
Finlande	+8 bp	+3 bp	+6 bp	-4 bp
Belgique	+26 bp	+3 bp	+2 bp	-3 bp
Irlande	+57 bp	-2 bp	+3 bp	-14 bp
Portugal	+156 bp	+11 bp	+6 bp	-59 bp
Espagne	+110 bp	+10 bp	+16 bp	+3 bp
Italie	+113 bp	+11 bp	+13 bp	-22 bp
Marchés du crédit	**27/03/2015**	**Sur 1 semaine**	**Sur un mois**	**Dep. 31/12/14**
Itraxx Main	+56 bp	+1 bp	+6 bp	-7 bp
Itraxx Crossover	+262 bp	+4 bp	+1 bp	-83 bp
Itraxx Financials Senior	+66 bp	+1 bp	+11 bp	-2 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi *Données actualisées à 15h00*

Avertissement

Achevé de rédiger le 27/03/2015 à 15 heures

Directeur de la publication : Christophe Lemarié - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Editée par Société Générale Gestion (S2G) – Société anonyme au capital de 567 034 094 EUR - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris. Société Générale Gestion est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP-09000020. S2G est une filiale à 100 % du groupe Amundi. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. 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