

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Fortes créations d'emplois en décembre.

Zone euro : Indicateurs du climat des affaires toujours bien orientés mais certaines données décevantes.

Pays émergents : Diminution des réserves de change chinois. Recul de la production industrielle brésilienne.

Marchés : Changes, crédit et actions secoués par les inquiétudes sur la Chine et la baisse du prix du pétrole.

> L'événement

Chine : un début d'année 2016 agité

Le début de l'année 2016 semble difficile pour les marchés asiatiques, en particulier pour la Chine. Lors de deux des 4^{es} séances de l'année, le nouveau dispositif de coupe-circuit a été déclenché à deux reprises alors que l'indice CSI300 cédait plus de 7 %. En outre, depuis le 28 décembre, en l'espace de sept séances boursières, le CNH, CNY et le taux-pivot (mid-point) du CNY ont baissé de 1,97 %, 1,62 % et 1,38 %, respectivement.

Le mécanisme de coupe-circuit sera revu et la situation actuelle ne va pas devenir une « nouvelle normalité » pour les investisseurs en actions A. Les corrections des marchés domestiques cette semaine sont dues au RMB, et notamment aux mesures de la PBOC pour faire baisser la devise du pays. A ce stade, nous jugeons positive la politique macro des autorités chinoises compte tenu de la dépréciation généralisée des devises mondiales depuis la remontée des taux d'intérêt de la Fed le 16 décembre 2015.

Quel est le facteur déclencheur de la correction des marchés ? le RMB ! Parmi toutes les différentes raisons - atonie des indices PMI, pression pour le déblocage de 1 100 milliards de RMB (d'actions auparavant interdites à la vente) et repositionnement des investisseurs institutionnels domestiques, nous pensons que le RMB est le principal facteur déclencheur de la correction des marchés chinois. La nervosité des marchés ne cesse d'augmenter à mesure que la dépréciation du CNY accélère. Si l'on regarde de près les mouvements les plus récents, on constate certaines tendances que les intervenants ne devraient pas perdre de vue :

> Depuis que la PBOC a fixé le taux-pivot du CNY, la devise a enregistré une dépréciation ininterrompue depuis le 28 décembre 2015, soit 8 séances boursières de suite.

> Le CNY et le CNH ont suivi l'évolution du cours-pivot du CNY. C'est donc bien la PBOC qui mène la danse.

> S'agissant de l'évolution des 7 derniers jours ouvrables, la dépréciation du CNH est été assez marquée (1,97 %), contre -1,62 % pour le CNY et -1,38 % pour le cours-pivot du CNY.

> Selon nous, la PBOC utilise la fenêtre « fin 2015-début 2016 » pour faire tomber sa devise au niveau visé, en conservant ses réserves de change. Avec un recul de plusieurs mois, nous jugeons positive la politique macro des autorités chinoises.

Quelles sont les perspectives macro de la Chine et celle de ses marchés financiers ?

- Économie : nous continuons à penser que l'économie chinoise atteindra un plus bas très prochainement, et qu'elle fera office de stabilisateur pour l'économie mondiale en 2016/2017
- Politiques : la politique monétaire agressive (même si les autorités ne font pas référence à un « QE »), ainsi que les politiques budgétaires (que les autorités ne qualifient pas de « relance »), de l'immobilier et de l'investissement vont rester d'actualité et se poursuivre en 2016 et même au-delà pour juguler le repli de l'économie
- Liquidité : liquidité abondante sur les marchés compte tenu de la politique monétaire très accommodante et des contrôles partiels des capitaux. Les sorties de capitaux restent élevées mais moins importantes qu'auparavant.
- Marché : globalement, la PBOC est l'une des dernières banques centrales à lancer une politique monétaire accommodante après la Fed, la BOJ et la BCE. Cette liquidité abondante va donc soutenir les marchés. Les pressions vendeuses restent néanmoins importantes, même si le CSRC a fait savoir qu'il limitait à 1 % les ventes de participations des grands actionnaires sur 3 mois. La volatilité sera donc présente sur les marchés pendant toute l'année.

Au-delà d'un simple vœu pieux, nous pensons et espérons à la fois que la Chine fera davantage office de stabilisateur pour les marchés financiers mondiaux et sera un moteur de croissance de l'économie mondiale.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Les indicateurs du climat des affaires restent bien orientés mais certaines données réelles déçoivent.

L'indicateur PMI Composite définitif de la zone euro progresse légèrement en décembre à 54,3 (contre 54,2 en novembre). Il retrouve ainsi le plus haut de plusieurs années touché en août. Sa composante portant sur l'industrie est en nette hausse tandis que celle portant sur les services est stable. Le PMI Composite italien progresse fortement, ce qui compense de légers reculs en Allemagne, France et Espagne. L'indicateur de Sentiment Economique de la zone euro progresse aussi en décembre, touchant un plus haut depuis mai 2011. L'amélioration est tirée par l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie alors que l'Allemagne et la France sont stables. En revanche, les chiffres du commerce extérieur et de la production industrielle de novembre (en Allemagne et en France) sont beaucoup moins encourageants. Le taux de chômage reflue en novembre à 10,5% (contre 10,6% en octobre). Il est stable en Allemagne (4,5%) mais baisse en France (10,1%) en Italie (11,3%) et en Espagne (21,4%). Enfin, alors qu'elle était attendue en légère hausse, l'inflation est inchangée en décembre, tant en ce qui concerne l'indice général (en progression de +0,2% sur un an) que l'indice hors énergie et alimentation (en progression de +0,9%).

Il y a, en zone euro (et en Allemagne en particulier), depuis quelques mois, un écart assez net entre, d'une part, le message encourageant envoyé par les indicateurs du climat des affaires et, d'autre part, les chiffres réels mensuels, qui sont nettement moins bons. Ces derniers sont très volatils et susceptibles d'être fortement révisés, mais l'a prudence s'impose tout de même dans un contexte d'augmentation des risques externes : le 4^{ème} trimestre pourrait être décevant, sans remettre fondamentalement en cause la poursuite de la reprise.

■ Etats-Unis

Très fortes créations d'emplois en décembre. L'économie américaine a créé 292 000 emplois nets (contre 200 000 attendu). Les créations d'emplois des deux mois précédents sont révisées en hausse d'un total de 50 000. Le taux de chômage reste inchangé à 5%. La durée moyenne de la semaine de travail ne varie pas non plus (34,5H). Le taux de participation remonte légèrement (62,6% contre 62,5%) tandis que les salaires accélèrent aussi un peu, en hausse

de 2,5% sur un an (contre 2,3% en novembre). Indicateurs ISM : le grand écart entre services et industrie persiste. Attendu en hausse, l'indicateur ISM Manufacturier baisse encore à 48,2 (contre 48,6 en novembre), soit son plus bas depuis juin 2009. L'indicateur ISM Non-manufacturier baisse également (à 55,3, contre 56 attendu et 55,9 en novembre) mais reste sur un niveau indiquant une forte expansion de l'activité.

Si certains chiffres du T4 ont pu montrer une légère baisse de régime, le tableau général de l'économie US reste dominé par une forte dynamique du marché intérieur (consommation et emploi) qui fait plus que compenser la traversée du désert de l'industrie, exposée au recul du prix du pétrole, à la hausse du dollar et aux difficultés de l'environnement externe.

■ Chine

L'indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois de décembre est ressorti légèrement en-deçà des attentes, à 49,7 (vs. un consensus de 49,8 et un chiffre antérieur de 49,6). **Les réserves de change du pays** ont encore diminué de 107,9 milliards de dollars, à 3,33 milliards de dollars.

L'indice PMI manufacturier officiel chinois s'est stabilisé à près de 49,6-49,8 pour le 4^e mois consécutif, mais reste en territoire de contraction. Dans le détail, les nouvelles commandes de décembre (+0,4 ppt), les importations (+0,9 ppt) et les nouvelles commandes à l'exportation (+1,1 ppt) ont contribué à la légère amélioration constatée en décembre. Selon nous, la baisse de l'indice PMI le mois de décembre n'est que temporaire. Elle devrait poursuivre sa stabilisation, et remonter par la suite. En décembre, les réserves de change chinoises ont enregistré leur plus forte baisse mensuelle, et s'établissent à un plus bas depuis 2012. Ces réserves, qui ont surtout servi à défendre le RMB, pourraient encore diminuer.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les rendements obligataires en baisse sur le début d'année. Les taux 10 ans allemand et américain ont perdu une dizaine de points de base depuis le 31 décembre, respectivement à 0,52 % et 2,16 %. La partie courte de la courbe américaine continue de s'aplatir. Les spreads souverains zone euro sont à peu près à leurs niveaux de début d'année.

Comme nous l'avons souligné, nous n'attendons pas de forte remontée des taux longs américains, en dépit de la poursuite de la remontée des fed funds en 2016. Mais la courbe va continuer à s'aplatir. Les taux allemands devaient rester proches des niveaux actuels.

■ Taux de change

La baisse du yuan agite le marché des changes. Même si son ampleur est limitée (- 1,5% face au dollar depuis le début d'année), la dépréciation du yuan par rapport au dollar depuis le début de l'année agite le marché des changes. Le yen prend quasiment 2 % face au dollar depuis le début d'année. Les devises « matières premières », généralement perçues comme très liées au cycle chinois, sont nettement orientées à la baisse, le dollar australien perdant 4% depuis le début d'année. La parité EUR/USD, elle, est proche de ses niveaux de fin d'année 2015. Au final, le taux de change effectif du dollar (en utilisant les pondérations de la Fed) est en hausse de 1,3 % depuis le début d'année alors que celui du yuan est en baisse de 1,1% (en utilisant les pondérations des autorités chinoises). Il faudra encore attendre quelques temps pour trouver un point d'entrée sur les devises émergentes et les devises matières premières. La dépréciation du yuan et la baisse des prix des matières premières continuent de peser sur celles-ci. La tendance d'appréciation du dollar s'étant accéléré, il sera intéressant de suivre les commentaires des membres du FOMC sur le sujet.

■ Crédit

Les marchés du crédit ont souffert cette semaine essentiellement en raison des inquiétudes liées aux conséquences du ralentissement de l'économie chinoise et à la nouvelle baisse des prix du pétrole. Les émetteurs du haut rendement, les émetteurs cycliques et ceux directement liés aux matières premières ont sous-performé.

Les écarts de spreads observés ces dernières semaines offrent des opportunités d'investissement intéressantes. En 2016, le marché du crédit en euro devrait être soutenu par des fondamentaux positifs, et notamment par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante. Nous privilégions des émetteurs qui

offrent du spread dans l'univers Investment Grade et les émetteurs notés BB dans l'univers HY. Le marché américain du crédit s'inscrit dans un contexte différent à de nombreux égards : exposition au secteur de l'énergie, politique monétaire moins accommodante, niveau élevé d'endettement des entreprises américaines. Sur le marché US, nous favorisons l'univers Investment Grade à celui du High Yield et plus spécifiquement les émetteurs capables de générer des bénéfices ou affichant un ratio d'endettement faible.

■ Actions

Forte baisse des actions depuis le début de l'année. Deux facteurs clé ont joué :

1) la chute du prix du pétrole, au plus bas depuis 2005 ; cette baisse est essentiellement liée à une offre surabondante (« guerre des prix » entre producteurs avec la volonté de l'OPEP de maintenir ses parts de marché, tensions entre l'Arabie Saoudite et l'Iran)

2) les inquiétudes sur le marché chinois. La levée de l'interdiction de vendre certaines valeurs, en place depuis août 2015, a contraint les autorités à activer les coupe-circuits après -7% de baisse par 2 fois en une semaine. Ces coupe-circuits ont finalement été suspendus par les autorités chinoises jeudi 7 dans la soirée.

La situation en Chine préoccupe les marchés dans la mesure où derrière les aspects techniques se cachent des craintes sur sa capacité à maîtriser son ralentissement et sa devise. Si en 2011 le risque en zone euro effrayait les marchés, c'est au tour de la Chine de devoir rassurer. La période de tensions sur les marchés pourrait donc se prolonger un peu. Il est important que le Yuan et le pétrole se stabilisent. Ceci-dit, il ne faudrait pas occulter la résilience des économies développées et la fonction de réaction des autorités monétaires et budgétaires, en cas de détérioration de la conjoncture. Ce qui nous conduit à maintenir notre vue constructive sur les actions, notamment celles de la zone euro, pour 2016.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1943	-4,9%	-5,8%	-4,9%
Eurostoxx 50	3103	-5,0%	-5,9%	-5,0%
CAC 40	4423	-4,6%	-5,5%	-4,6%
Dax 30	10070	-6,3%	-5,7%	-6,3%
Nikkei 225	17698	-7,0%	-9,2%	-7,0%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	739	-7,0%	-7,1%	-7,0%
Matières premières - Volatilité	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	34	-9,1%	-15,9%	-9,1%
Or (\$/once)	1104	4,0%	2,7%	4,0%
VIX	25	6,8	7,4	6,8
Marché des changes	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,09	0,1%	-0,2%	0,1%
USD/JPY	118	-2,0%	-3,9%	-2,0%
EUR/GBP	0,75	1,1%	2,7%	1,1%
EUR/CHF	1,09	-0,2%	0,4%	-0,2%
Marchés des taux	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,23	-11 bp	-9 bp	-11 bp
Euribor 3M	-0,14	-1 bp	-3 bp	-1 bp
Libor USD 3M	0,62	+1 bp	+13 bp	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,40	-5 bp	-8 bp	-5 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,52	-11 bp	-5 bp	-11 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,96	-9 bp	+3 bp	-9 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2,16	-11 bp	-6 bp	-11 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+37 bp	+1 bp	+6 bp	+1 bp
Autriche	+31 bp	+4 bp	+7 bp	+4 bp
Pays-Bas	+18 bp	+2 bp	+3 bp	+2 bp
Finlande	+30 bp	+1 bp	+4 bp	+1 bp
Belgique	+35 bp	+1 bp	+6 bp	+1 bp
Irlande	+48 bp	-4 bp	-4 bp	-4 bp
Portugal	+205 bp	+16 bp	+17 bp	+16 bp
Espagne	+118 bp	+4 bp	+15 bp	+4 bp
Italie	+101 bp	+4 bp	+2 bp	+4 bp
Marchés du crédit	08/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+83 bp	+6 bp	+10 bp	+6 bp
Itraxx Crossover	+343 bp	+28 bp	+42 bp	+28 bp
Itraxx Financials Senior	+79 bp	+2 bp	+8 bp	+2 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 8/01/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbid**

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