

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Le Beige Book de la Fed souligne l'écart de dynamique industrie/services. Ventes au détail décevantes.

Zone euro : Reprise restée robuste en 2015 en Allemagne.

EM : Statistiques chinoises meilleures que prévu. Inflation à la hausse en Inde et au Brésil, stabilisation en Russie.

Marchés : Taux américains en forte baisse, stabilisation du renminbi face au dollar. Marchés du crédit toujours en souffrance et marchés d'actions toujours orientés à la baisse.

> L'événement

Divergence accrue entre valeurs de croissance et valeurs décotées : l'élastique se tend !

La baisse de quelque 20 % du prix du pétrole depuis le début de l'année n'a fait que renforcer la forte divergence entre ces deux types de valeurs, au niveau mondial. En effet, les valeurs de croissance profitent en relatif de l'argument du contre choc pétrolier et de taux d'intérêt très bas ; l'indice MSCI Growth est riche en valeurs de consommation (technologie, consommation cyclique, non cyclique et santé représentent 66 % de l'indice). A l'inverse, les valeurs décotées en souffrent ; elles sont très liées aux matières premières et incluent aussi les financières (énergie, matériaux, services publics et financières représentent 54 % de l'indice MSCI Value).



En fait, le ratio des valeurs de croissance par rapport aux valeurs décotées est sur une tendance haussière depuis 2007 et en forte hausse depuis la mi-2014 (+ 17 %). La panique du mois d'août 2015 et la pique de rappel de ce début d'année n'ont fait qu'accentuer cette logique, ce qui nous conduit à plusieurs réflexions :

1. Il s'agit de la quatrième fois depuis les années 1980 (1984-1987, 1988-1992, 1994-2000) que le cycle est en faveur des valeurs de croissance,
2. à chaque fois, cette surperformance se termine par une exagération de la divergence,
3. si on va plus dans le détail, on s'aperçoit que cette phase finale se décompose à chaque fois en 3 étapes : une première forte divergence en faveur des valeurs de croissance, un retracement en faveur du thème value, puis une dernière forte réaction en faveur des valeurs de croissance.

Dans le contexte actuel, on en serait à l'étape 1. Si les prix du pétrole finissent par se stabiliser, les valeurs décotées, survendues, rebondiraient le plus vigoureusement (étape 2). En revanche, les effets positifs sur

l'économie de la baisse des prix du pétrole, induits avec un certain délai, seraient ensuite à nouveau favorables aux valeurs de croissance, au moins en termes relatifs (étape 3). Et ce, d'autant plus que les taux resteront bas. A cet égard, l'alerte donnée par la baisse du yuan par rapport au dollar US ne fait que renforcer notre scénario d'une hausse très modérée des taux de la Fed cette année.

On peut donc facilement dérouler un scénario qui ferait écho à ces observations du passé : les événements de marché du début d'année renforcent certes les arguments en faveur des valeurs de croissance en relatif aux valeurs décotées, mais l'élastique est désormais tendu à court terme. Il s'agit d'une forme de risque dont il convient de tenir compte dans les portefeuilles.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Allemagne

La reprise est restée robuste en 2015, soutenue par la demande interne. Le PIB a progressé de 1,7 % en 2015 (+ 1,5 % en données corrigées des jours ouvrés) soit un rythme un peu supérieur aux attentes et voisin de celui de 2014 (+ 1,6 %). La consommation a progressé de + 1,9 % et l'investissement en équipements de + 3,6 %. La contribution du commerce extérieur est assez faible (+0,2 pp) en raison d'une hausse des importations (+ 5,7 %) supérieure à celle des exportations (+ 5,4 %). Par ailleurs, l'Allemagne a réalisé, en 2015, un excédent budgétaire de + 0,5 % du PIB et a réduit sa dette publique à 71,4 % du PIB (contre 74,9 % en 2014). Sans être exceptionnels, ces chiffres montrent que l'économie allemande reste en état de jouer son rôle de principal moteur économique de la zone euro. Cependant, les chiffres détaillés du T4, qui ne sont pas encore disponibles, pourraient montrer une baisse de régime en fin d'année, en raison d'effets de contagion liés aux difficultés des pays émergents. Cette pression négative continuera en 2016, mais sera compensée par une hausse de la dépense publique (notamment pour faire face à l'afflux de réfugiés) que l'Allemagne peut largement se permettre au vu de son surplus budgétaire. Nous anticipons, pour 2016, un rythme de croissance similaire à celui de 2015 (progression du PIB de + 1,6 %).

■ Etats-Unis

Le Beige Book de la Fed insiste sur l'écart de dynamique entre industrie et services. Le Beige Book préparé en vue du prochain comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale indique que l'activité économique est en expansion sur la majeure partie du territoire. Cependant, tous les secteurs de l'industrie manufacturière (à l'exception de l'automobile et de l'aérospatiale) traversent une phase de repli. La construction et les services, en revanche, sont robustes. De plus les conditions générales du marché du travail poursuivent leur amélioration, même si la pression sur les salaires restent très modérée et celle sur les prix très faible. Les ventes au détail ont reculé de - 0,1 % en décembre par rapport à novembre, un chiffre conforme aux attentes (et mitigé par une révision en hausse de la progression des ventes en novembre). Cependant, les ventes au détail Control Group (similaires à celles retenues dans le calcul du PIB) ont reculé de - 0,3 % alors qu'elles étaient attendues en hausse de + 0,3 %, leur progression de novembre ayant également été révisée en baisse.

Les chiffres décevants des ventes au détail de décembre alertent sur le fait que la consommation (portée en 2015 par l'amélioration du marché de l'emploi et par la baisse du pétrole) ne pourra pas soutenir la croissance indéfiniment. Attention toutefois à ne pas tirer de conclusions prématurées de ces chiffres très volatils : si la consommation va probablement décélérer, elle n'a aucune raison de s'effondrer.

■ Chine

Les statistiques chinoises relatives au commerce et à la masse monétaire ont été meilleures que prévu en décembre. S'agissant du commerce, la croissance des exportations en glissement annuel (GA) en décembre est ressortie plus élevée que prévu à - 1,4 % (vs. un consensus de - 8,0 % et un chiffre précédent de - 6,8 %), tandis que la croissance en GA des **importations** a également surpris à la hausse, à - 7,6 % (vs. un consensus de - 11,0 % et un chiffre précédent de - 8,7 %). **Concernant la masse monétaire, l'indicateur M2** est ressorti largement en ligne à 13,3 % (vs. un consensus de 13,6 % et chiffre précédent de 13,7 %), tandis que **le financement social** total s'est révélé plus élevé que prévu à 1 820,0 milliards CNY (vs. un consensus de 1 150,0

milliards et chiffre précédent de 1 018,1 milliards). Depuis début octobre, nous avons annoncé prévoir que l'économie chinoise atteindrait un point bas à court terme; les données de décembre continuent donc à corroborer notre opinion. Selon nous, les statistiques macro-économiques vont continuer à s'améliorer en Chine grâce à l'impact des nombreuses mesures agressives mises en place et d'un nouvel assouplissement potentiel des politiques. Les dernières corrections boursières n'ont pas d'impact majeur sur l'économie réelle et nous maintenons nos prévisions.

■ Inde

En décembre, les prix de gros en Inde ont poursuivi la tendance baissière entamée 14 mois plus tôt, mais sont ressortis supérieurs aux attentes avec un repli de seulement -0,73 % sur un an. **L'indice des prix à la consommation (IPC) indien de décembre s'est révélé globalement conforme aux attentes, à 5,61 % sur un an.** C'est la hausse des prix de l'alimentation et des services qui a entraîné cette augmentation de l'IPC. Les prix de gros indiens se contractent depuis 14 mois, ce qui représente la plus longue baisse de l'indice WPI depuis 1975. D'ici un ou deux mois, ce dernier pourrait néanmoins repasser en territoire positif. Selon nous, le léger rebond de l'IPC ne changera pas grand-chose à la trajectoire globale de l'inflation, qui subit plutôt des pressions baissières. La banque centrale indienne dispose ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir sa politique dans ce contexte de désinflation forte et généralisée.

■ Brésil

L'inflation est encore ressortie à la hausse en décembre : + 10,67 % en GA contre + 10,48 % en novembre et ce malgré un accroissement du chômage qui a atteint les 9 % en octobre qui aurait dû jouer sur l'inflation à la baisse. Par ailleurs, la baisse des ventes au détail en novembre a été plus marquée qu'en octobre (- 13,2 % en GA contre - 11,8 % le mois précédent). La situation économique ne cesse de se dégrader et les nouvelles annonces de Pétrobras d'une réduction de leur plan d'investissement à horizon 2019 de 25 % ne laisse présager rien de positif.

■ Russie

L'inflation se stabilise en décembre à 12,9 % en GA. Alors que l'inflation russe avait amorcé un cycle baissier, il semble que les nouvelles pressions sur le rouble soient un frein à cette tendance. Par ailleurs, eu égard aux dernières évolutions des cours du pétrole, les autorités russes ont annoncé un plan de réduction de 10 % des dépenses publiques par rapport à leur budget initial. Cette annonce renforce notre conviction que la reprise de l'économie sera lente.

POLITIQUE MONETAIRE

■ FED

Des membres votants du FOMC inquiets des événements récents. Lors de discours cette semaine, Eric Rosengren et James Bullard se sont montrés inquiets de l'évolution des marchés boursiers et de la forte baisse des prix du pétrole. Pour Bullard, la baisse des prix du pétrole peut, au-delà de son effet mécanique négatif sur l'inflation, nuire à une remontée progressive de l'inflation car elle pèse lourdement sur les anticipations d'inflation. La probabilité d'une seconde remontée de fed funds dès mars a baissé sensiblement.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux américains baissent fortement. Le taux 10 ans américain a perdu 10 pb sur la semaine, à 2,02 %, soit son plus bas niveau depuis trois mois. Les spreads souverains finissent la semaine sur les niveaux de fin de semaine précédente, même s'ils ont connu un pic mardi. Le taux 10 ans espagnol reste 20 pb au-dessus de son équivalent italien. Les taux canadiens connaissent une forte baisse, notamment en anticipation d'une possible baisse de taux directeurs de la BoC. La baisse des taux longs américains s'explique en grande partie par l'accès de faiblesse des marchés d'actions et par des mouvements de fuite vers la qualité, mais aussi par les mauvais chiffres américains qui semblent repousser la deuxième hausse de fed funds après mars. Les taux longs européens resteront bas pendant une période prolongée et la courbe des taux américaine continuera à s'aplatir.

■ Taux de change

Le renminbi se stabilise face au dollar. Le taux de change effectif du renminbi calculé des autorités chinoises retrouvant des plus bas de l'année 2015. Les parités EUR/USD et USD/JPY restent quasiment stables sur la semaine. Les autorités chinoises semblent cibler la stabilité du panier de devises qu'elles ont publié en décembre. Le dollar va continuer à progresser sur la première partie de l'année 2016. Toutefois, la publication de possibles chiffres décevants est de nature à susciter des interrogations sur le rythme de remontée de fed funds et donc à interrompre la tendance d'appréciation du dollar.

■ Crédit

Les marchés du crédit continuent de souffrir. Ces dernières semaines se sont caractérisées par une augmentation de la volatilité. Les marchés du crédit affichent depuis le début de l'année des performances négatives : Euro Investment Grade (- 0,6 %), US IG (- 0,8 %), Euro High Yield (- 2,7 %) et US HY (- 1,8 %). Les inquiétudes des investisseurs se concentrent sur la baisse continue des prix du pétrole et la capacité du gouvernement chinois à gérer le ralentissement de son économie. Le récent écartement des spreads rend les valorisations plus attractives, en particulier sur le segment HY US (9 %). Nous restons néanmoins prudents dans un environnement où la croissance mondiale demeure faible et incertaine. Rappelons que les entreprises américaines ont un niveau d'endettement élevé. Nous anticipons une détérioration des profits au S1 avec la baisse des prix du pétrole et le raffermissement du dollar.

■ Actions

Le doute continue de hanter les marchés d'actions. Malgré des tentatives dispersées, les actions ne sont toujours pas parvenues à rebondir cette semaine. Avec - 2,5 % de baisse supplémentaire, le MSCI World AC porte son recul à - 8 % depuis le début de l'année. Avec des baisses comprises entre - 8 % aux Etats-Unis, - 9 % en zone euro, - 9 % pour les émergents et - 11 % au Japon, aucun grand marché n'a échappé à la correction. Le regain d'inquiétude sur la Chine et le pétrole a effacé le rebond du T4 et, en l'absence de repères, les marchés sont revenus tester leur point bas d'août et septembre 2015. Compte tenu de la résilience des économies développées et des marges de manœuvre des autorités monétaires et budgétaires, en cas de détérioration de la conjoncture, nous maintenons notre vue constructive sur les actions, dont la valorisation s'est largement améliorée. Compte tenu des délais inhérents aux effets auto-stabilisateurs, on soulignera cependant une nouvelle fois l'importance d'être positionné cette année sur des « macro hedge » (obligations d'Etat américaines, volatilité, USD, JPY, etc.).

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1922	0,0%	-5,9%	-6,0%
Eurostoxx50	2959	-2,4%	-8,7%	-9,4%
CAC 40	4215	-2,7%	-8,7%	-9,1%
Dax30	9545	-3,1%	-8,7%	-11,2%
Nikkei 225	17147	-3,1%	-7,6%	-9,9%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	723	-2,3%	-7,2%	-8,9%
Matières premières - Volatilité	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	30	-11,9%	-23,1%	-20,7%
Or (\$/once)	1095	-0,8%	3,2%	3,1%
VIX	24	-3,1	3,0	5,7
Marché des changes	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,09	0,2%	0,1%	0,8%
USD/JPY	117	-0,3%	-3,9%	-3,0%
EUR/GBP	0,76	1,4%	5,0%	3,5%
EUR/CHF	1,09	0,7%	1,0%	0,6%
Marchés des taux	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	--	--	-11 bp
Euribor 3M	-0,14	-	-1 bp	-1 bp
Libor USD 3M	0,62	-	+10 bp	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,40	--	-6 bp	-5 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,54	+2 bp	-10 bp	-9 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,83	-10 bp	-13 bp	-21 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2,02	-10 bp	-25 bp	-25 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+32 bp	-5 bp	-2 bp	-4 bp
Autriche	+24 bp	-7 bp	-2 bp	-3 bp
Pays-Bas	+12 bp	-6 bp	-4 bp	-5 bp
Finlande	+25 bp	-5 bp	-3 bp	-4 bp
Belgique	+28 bp	-7 bp	-3 bp	-6 bp
Irlande	+57 bp	+9 bp	+9 bp	+5 bp
Portugal	+215 bp	+5 bp	+22 bp	+26 bp
Espagne	+118 bp	-1 bp	+6 bp	+4 bp
Italie	+98 bp	-4 bp	-7 bp	+1 bp
Marchés du crédit	15/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+95 bp	+10 bp	+13 bp	+17 bp
Itraxx Crossover	+384 bp	+35 bp	+45 bp	+70 bp
Itraxx Financials Senior	+87 bp	+6 bp	+9 bp	+10 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 15/01/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossof - 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