

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Chiffres de la construction toujours forts, inflation un peu plus faible qu'attendu.

Zone euro : Erosion des indicateurs de confiance en zone euro, approbation de la transformation du Sénat italien.

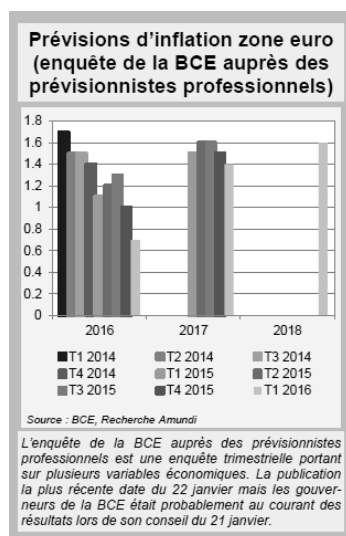
EM : Activité chinoise inférieure aux anticipations, adoucissement surprenant du ton de la banque centrale brésilienne

Marchés : Taux allemands et euro à la baisse, avec le conseil des gouverneurs de la BCE. Effets positifs sur le marché du crédit. Volatilité toujours élevée sur les marchés d'actions.

> L'événement

La réalité a-t-elle rattrapé la BCE en 49 jours ?

Alors que la BCE avait annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire le 3 décembre dernier, elle a indiqué ce jeudi 21 janvier qu'il sera nécessaire qu'elle reconsidère sa politique monétaire dès le conseil des gouverneurs de mars (une communication au sujet de laquelle tous les gouverneurs, y compris Jens Weidmann donc, sont unanimes). Comment la perception du monde d'une des plus grandes banques centrales du monde a-t-elle pu changer à ce point en 49 jours ?



D'abord, les cours du pétrole se sont effondrés sur les dernières semaines.

Dans un contexte d'offre déjà surabondante et de stocks à des niveaux records, le retour de l'Iran sur les marchés internationaux a lourdement pesé sur les prix (le Brent a perdu environ 35 % depuis début décembre). Cette baisse des prix de l'énergie pèse mécaniquement sur l'inflation mais également sur les anticipations d'inflation, en zone euro comme aux Etats-Unis. **Les prévisionnistes professionnels anticipent une inflation qui remontera encore moins vite que prévu et qui ne serait que de 1,6 % en 2018 en zone euro.** Le fait que l'euro et le dollar ont fortement grimpé en termes effectifs ces dernières semaines (respectivement + 5 % et + 3,7 % entre début décembre et le conseil des gouverneurs), accroît les pressions déflationnistes. Mario Draghi est apparu très pessimiste sur l'évolution de l'inflation sous-jacente et des salaires.

Ensuite, le nouvel épisode de dépréciation du renminbi (en baisse de 1,3 % face au dollar depuis le début de l'année) **a ravivé les inquiétudes au sujet de l'économie chinoise en particulier et des pays émergents en général.** La détérioration récente des perspectives de croissance dans les pays émergents

vient noircir le tableau pour la zone euro. Le FMI vient, d'ailleurs, d'abaisser très lourdement ses prévisions de croissance pour le Brésil (la prévision 2016 passe de - 1 % à - 3,5 %).

Les interrogations sur un potentiel ralentissement plus prononcé de l'économie mondiale ont précipité la baisse des marchés d'actions et des marchés du crédit lors de ce début d'année. La montée de l'aversion pour le risque a poussé à la hausse les traditionnelles valeurs refuge : le yen est à son plus haut niveau depuis plus d'un an, le taux 10 ans américain est revenu vers 2 %. Au passage, rappelons que la croissance des profits des entreprises américaines au cours de ce cycle a été essentiellement le résultat d'une expansion des marges, qui ont atteint des niveaux record grâce à une forte contraction des coûts et une très faible croissance des salaires. Les profits sont donc aujourd'hui extrêmement sensibles à l'évolution du dollar et à la baisse des prix du pétrole. Les investisseurs sont d'autant plus inquiets sur les perspectives de croissance des profits que le bilan des entreprises américaines s'est détérioré (opérations de M&A et de rachats d'actions). En Europe, les entreprises affichent des ratios d'endettement moins élevés mais la croissance des profits pourrait également être pénalisée par un éventuel renchérissement de l'euro. **Pour la BCE, la volatilité des marchés constitue un durcissement des conditions financières.**

Pour une économie encore fragile comme celle de la zone euro, 49 jours ont donc suffi pour que le tableau soit donc un peu plus sombre. Le 10 mars prochain, la BCE aura l'impératif de ne pas décevoir et comme nous l'avons vu, une baisse du taux de dépôt et une extension dans le temps de son QE ne suffiront pas.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Zone euro

Le Sénat approuve sa propre transformation. Le Sénat italien a approuvé une réforme de la Constitution modifiant sa structure et ses attributions. Le nombre des sénateurs sera réduit des deux tiers. Les Sénateurs ne seront plus élus aux législatives mais choisis parmi les maires et conseillers régionaux (dans leur grande majorité). Le Sénat ne pourra plus censurer le gouvernement et sa capacité à bloquer des textes de lois sera limitée. Par ailleurs, certains pouvoirs des régions seront attribués au gouvernement central. Il s'agit potentiellement d'une très bonne nouvelle pour l'économie italienne, même si ce texte doit encore être approuvé par la Chambre des Députés, puis par un référendum (la « mère de toutes les batailles » pour le Premier Ministre Matteo Renzi qui dit conditionner la poursuite de sa carrière politique au succès de cette réforme). La prise de décision politique a en effet souvent été paralysée, en Italie, par la nécessité d'obtenir systématiquement l'approbation des deux chambres (système « bi-caméral parfait »). En ralentissant les réformes économiques, cette particularité constitutionnelle a contribué à la sous-performance de l'économie italienne par rapport aux pays comparables depuis une quinzaine d'année. Une autre réforme politique majeure, la modification de la loi électorale (afin de limiter l'instabilité gouvernementale) a déjà été décidée l'année dernière mais ne peut prendre pleinement effet que si la réforme du Sénat est approuvée.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Chiffres de la construction toujours forts, inflation un peu plus faible qu'attendu. L'indice NAHB de janvier (confiance des promoteurs immobiliers) déçoit légèrement. Les mises en chantiers de décembre sont également en-dessous des attentes tandis que les permis de construire ont surpris à la hausse. L'inflation était, en décembre, en hausse mais un peu inférieure aux attentes (0,7 % sur un an contre 0,8 % attendu et 0,5 % en novembre). L'inflation hors énergie et alimentation est aussi en légère hausse, conforme aux attentes (2,1 %, après 2 % en novembre). Les indicateurs de l'immobilier restent très bien orientés. Ce second pilier de la demande des ménages, après la consommation, continue d'être un soutien important pour l'économie. Le chiffre d'inflation sous-jacente à 2,1 % est, pour sa part, un peu trompeur : il est dû surtout à la très forte pondération des loyers. Rappelons que l'indicateur d'inflation suivi par la Réserve Fédérale (le déflateur de la consommation personnelle hors composantes volatiles, « Core PCE » n'incluant pas cette composante loyer) n'est en hausse que de 1,3 % sur un an.

■ Zone euro

Erosion des indicateurs de confiance. D'après son estimation préliminaire, l'indice PMI Composite de la zone euro déçoit et recule en janvier (53,5 contre 54,1 attendu et 54,3 en décembre). La baisse concerne à la fois l'industrie et les services. Les PMI composite de l'Allemagne baissent mais celui de la France s'améliore légèrement (sous l'effet de sa composante Services qui revient sur un niveau indiquant une expansion). En France également, l'indicateur de confiance industrielle de l'Insee est en-dessous des attentes et inchangé à partir d'un niveau de décembre révisé en baisse. Enfin, l'indice de confiance des consommateurs déçoit lui aussi en janvier (- 6,3 alors qu'il était attendu inchangé à - 5,7). Les indicateurs de confiance de la zone euro avaient jusqu'à présent très bien résisté à la montée du stress lié à la situation des pays émergents. Un début de contagion est à présent visible, sachant que ces indicateurs restent, dans l'ensemble, sur des niveaux compatibles avec la poursuite de la reprise à un rythme modéré.

■ Chine

La croissance du PIB réel chinois du 4^e trimestre et les statistiques relatives à l'activité économique du mois de décembre ont été légèrement inférieures aux anticipations pourtant négatives. En glissement annuel, la croissance du PIB réel chinois est ressortie à 6,8 % au 4^e trimestre. La croissance de la production industrielle chinoise pour décembre s'est révélée inférieure aux attentes, à 5,9 % (vs. un consensus de 6 % et un chiffre antérieur de 6,2 %). La croissance des ventes de détail a elle aussi été moins soutenue que prévu, à 11,1%. La croissance en glissement annuel des investissements en actifs immobilisés en décembre s'est révélée légèrement inférieure aux attentes, à 10,0% (vs. un consensus et un chiffre antérieur de 10,2 %). Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance en glissement annuel du PIB réel chinois s'établit à 6,9 % (vs. 7,3 % en 2014 et un dernier plus haut à 14,2 % en 2007), un plus bas record sur 25 ans, mais également un niveau légèrement inférieur à l'objectif annuel de 7 % des autorités chinoises. Cette modération de la croissance chinoise est essentiellement due au ralentissement de l'expansion du secteur manufacturier (6 % en GA en 2015 vs. 7,3 % en GA en 2014) mais aussi à la moindre croissance de l'investissement, qui ressort à 10 % en 2015 (un plus bas sur 16 ans) vs. 15,7 % en 2014. Deux signaux positifs sont à retenir des données du mois de décembre : **l'investissement dans l'immobilier** s'est stabilisé avec une croissance moins négative (-1,9 % en GA en décembre vs. -5,1 % en GA en novembre), et les **mises en chantier** commencent à remonter la pente (-6,7 % en GA en décembre 2015 vs. -20,9 % en novembre), mettant ainsi un terme à la précédente tendance baissière à deux chiffres. Nous prévoyons que **l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme** depuis début octobre ; les données de décembre continuent donc à corroborer notre opinion, malgré une légère dégradation. Un ralentissement de la croissance chinoise est inévitable, mais il ne se traduira pas nécessairement par un atterrissage forcé grâce à la capacité des autorités chinoises à mener des politiques économiques pertinentes. Selon nous, ces dernières vont essayer de viser une croissance du PIB réel proche de 7 % en 2016 (vs. des anticipations du marché à 6,5 %). Autrement dit, la stabilisation de la croissance restera l'une des priorités, via un assouplissement marqué des politiques monétaire (même si le terme « QE » n'est pas utilisé) et budgétaire (sans faire référence au terme de « relance »). Les politiques d'investissement et dans l'immobilier vont se poursuivre et accélérer. Selon nous, les statistiques macroéconomiques vont continuer à s'améliorer en Chine si les nombreuses mesures agressives mises en place se révèlent efficaces, et compte tenu de l'assouplissement potentiel à venir des politiques. Les dernières corrections boursières n'ont pas d'impact majeur sur l'économie réelle et nous maintenons nos prévisions.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Brésil

La Banque centrale brésilienne a pris les marchés au dépourvu cette semaine en adoptant un ton non pas plus dur mais plutôt accommodant en matière de politique monétaire. Les marchés avaient tablé sur une hausse de 50 pb du taux Selic lors de la réunion de mercredi en raison des craintes inflationnistes. Mais ils ont finalement réduit leurs anticipations de hausse des taux après la déclaration dovish du président de la BCB, Alexandre Tombini, juste après la révision à la baisse des prévisions de croissance du PIB du FMI (de - 1 % à - 3,5 % pour 2016 et de + 2,3 % à 0,0 % pour 2017) mardi dernier. La BCB a décidé de laisser le taux Selic inchangé à 14,25 %. Le fait que cette déclaration intervienne juste avant la tenue d'un Comité de politique monétaire est très inhabituel et soulève des questions sur la crédibilité de la banque centrale. En tout cas, elle n'a

fait qu'ajouter des incertitudes supplémentaires à un scénario économique déjà compliqué de « stagflation » et une situation de crise politique. Jeudi, le réal brésilien a perdu 1,8 % et a atteint son second plus faible niveau contre dollar (4,17) depuis sa création il y a 20 ans.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux allemands à la baisse, avec le conseil des gouverneurs de la BCE (cf. édito). Le taux 10 ans allemand finit la semaine à 0,49 % et est proche de ses niveaux de fin octobre. Les spreads souverains zone euro et les taux américains sont globalement inchangés. La version actuelle du QE de la BCE est déjà très imposante, avec 900 Mds € d'achats prévus sur la période 2016/ T1 2017. Un possible accroissement du rythme d'achats serait de nature à peser sur les taux longs pour une période prolongée.

■ Taux de change

L'euro à la baisse avec le conseil des gouverneurs de la BCE (cf. édito), le taux de change effectif de la zone euro perdant 0,6 % sur la semaine. Le yen et l'euro perdent 1 % face au dollar. Le rouble a connu un nouveau plus bas historique contre le dollar. Avec de nouvelles mesures d'assouplissement de la BCE, l'euro conserve un certain potentiel de baisse. Les principaux facteurs d'appréciation du dollar, la baisse des prix des matières premières et la perspective de resserrements monétaires supplémentaires au niveau de la Fed, s'essoufflent peu à peu. Dans un contexte d'aversion pour le risque élevée, une exposition au yen est pertinente.

■ Crédit

Les marchés du crédit ont bénéficié à la fin de la semaine des annonces de la BCE. La banque centrale veut « réévaluer et sans doute revoir sa politique monétaire ». Les indices crédits et les marchés actions ont performé suite à cette annonce. Les segments à beta élevé ont surperformé. Les marchés du crédit euro et dollar resteront soutenus en 2016 par des politiques monétaires très accommodantes. Nous n'anticipons plus qu'une seule hausse des Fed Funds en 2016. Notons également que la forte baisse des prix du pétrole sera positive pour tous les secteurs liés à la demande domestique. Sur le marché dollar nous favorisons l'univers Investment Grade à celui du High Yield. Deux raisons : le levier d'endettement des entreprises américaines est à nouveau sur des hauts de cycle et l'évolution du prix du pétrole restera le moteur principal du marché HY US. Sur le marché euro, nous conservons notre préférence pour les segments qui offrent du spread.

■ Actions

La volatilité reste élevée. Avant de rebondir sur les déclarations de Mario Draghi, les marchés avaient souvent cassé précédemment leurs plus bas du mois d'Août 2015. Par ailleurs, sur les 50 sociétés américaines qui ont déjà publié leurs comptes pour le Q4, près de 80 % annoncent des chiffres un peu meilleurs qu'attendus ; le nombre de ces publications n'est cependant pas encore significatif. La prudence reste de mise. Mais à un horizon d'un an, nous pensons que les effets bénéfiques du contre choc pétrolier l'emporteront. A ce stade, on table encore sur des marchés d'actions en légère hausse sur l'ensemble de l'année. Cette vue repose sur l'hypothèse que les prix du pétrole finiront au moins par se stabiliser et que les autorités monétaires et budgétaires enverront des signaux clairs aux marchés.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1896	0,8%	-7,0%	-7,2%
Eurostoxx 50	3031	2,7%	-5,7%	-7,2%
CAC 40	4351	3,3%	-4,7%	-6,2%
Dax 30	9781	2,5%	-6,7%	-9,0%
Nikkei 225	16959	-1,1%	-10,2%	-10,9%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	689	-2,9%	-13,4%	-13,3%
Matières premières - Volatilité	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	31	8,3%	-13,2%	-15,9%
Or (\$/once)	1096	0,6%	2,2%	3,2%
VIX	24	-3,0	7,4	5,8
Marché des changes	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,08	-1,0%	-1,4%	-0,5%
USD/JPY	118	1,2%	-2,2%	-1,8%
EUR/GBP	0,75	-1,5%	2,1%	2,3%
EUR/CHF	1,10	0,3%	1,3%	0,8%
Marchés des taux	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	--	-1 bp	-11 bp
Euribor 3M	-0,15	-1 bp	-2 bp	-2 bp
Libor USD 3M	0,62	-	+3 bp	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,45	-5 bp	-10 bp	-10 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,49	-5 bp	-11 bp	-14 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,87	+2 bp	-10 bp	-18 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2,07	+4 bp	-16 bp	-19 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+31 bp	-2 bp	-4 bp	-5 bp
Autriche	+24 bp	--	-3 bp	-3 bp
Pays-Bas	+11 bp	-1 bp	-5 bp	-6 bp
Finlande	+25 bp	-	-4 bp	-4 bp
Belgique	+45 bp	+15 bp	+12 bp	+11 bp
Irlande	+58 bp	--	+5 bp	+5 bp
Portugal	+253 bp	+33 bp	+61 bp	+64 bp
Espagne	+122 bp	+1 bp	+3 bp	+8 bp
Italie	+107 bp	+4 bp	+3 bp	+10 bp
Marchés du crédit	22/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+92 bp	-3 bp	+10 bp	+15 bp
Itraxx Crossover	+366 bp	-14 bp	+31 bp	+52 bp
Itraxx Financials Senior	+87 bp	+1 bp	+10 bp	+10 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 22/01/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - 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