

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Croissance très médiocre au T4.

Europe : Croissance forte en Espagne, robuste au Royaume-Uni et modeste en France au T4.

Pays émergents : Croissance russe en berne.

Marchés : Taux des pays développés en forte baisse, décrochage du yen avec une baisse de taux surprise de la Banque du Japon et marchés actions encore très volatils.

> L'événement

La Fed n'abandonne pas. Mais...

Face à la détérioration des perspectives de croissance mondiale, Mario Draghi avait conclu la conférence de presse du conseil des gouverneurs de la BCE du 21 janvier en proclamant « nous n'abandonnons pas ». Dans une certaine mesure, on pourrait interpréter le communiqué de la Fed de cette semaine par un « nous n'abandonnons pas » ... le cycle de resserrement monétaire. En effet, malgré les développements récents, les membres du FOMC indiquent qu'ils anticipent que « les conditions économiques évolueront de telle manière à ce que cela justifie des augmentations de fed funds, qui ne seront que graduelles ».

Cela dit, les membres du FOMC prennent très au sérieux les développements économiques et financiers globaux et indiquent qu'ils évaluent leurs conséquences sur l'inflation et le marché du travail domestiques. Pour la première fois depuis très longtemps, le communiqué du FOMC ne comprend plus de phrase indiquant que les risques pour l'activité économique et le marché du travail sont équilibrés, une façon subtile d'envoyer le message que les risques sont désormais baissiers. **Il faut bien admettre que cela fait tache d'huile, un mois et demi après la première hausse de taux directeurs en dix ans.**



Plus que jamais, la Chine est un motif d'inquiétude pour la Fed. Beaucoup moins que sur la croissance, la poursuite du ralentissement chinois continuera surtout de peser un certain temps sur l'inflation américaine. Le taux de chômage étant désormais proche du « niveau normal de long terme », l'inflation devient la préoccupation n°1. Il est d'ailleurs très intéressant que le FOMC ait choisi ce comité pour modifier légèrement ses « objectifs et stratégie de politique monétaire de long terme » en précisant qu'elle serait aussi inquiète si l'inflation déviait de son objectif de 2 % à la hausse comme à la baisse. Or l'inflation sous-jacente n'a dépassé 2 % que 4 mois depuis 2009 et ne montre aucun signe d'accélération. L'appréciation du dollar et la baisse des prix du pétrole n'aident évidemment pas. **La parité dollar / renminbi est, avec le pétrole, l'un des facteurs qui a été le plus déterminant pour les marchés depuis l'été dernier.**

Les épisodes d'accélération de la dépréciation du renminbi (août 2015 et début janvier 2016) ont exacerbé les inquiétudes sur les perspectives de croissance mondiale, ont eu un impact très négatif sur les marchés boursiers mais aussi induit une sous-performance des devises émergentes par rapport aux devises développées. On ne peut que constater que les anticipations de remontées de fed funds ont été lourdement affectées par ces épisodes. Seul le très bon rapport sur l'emploi du mois d'octobre avait permis de contrebalancer ce mouvement. Très clairement, le pilotage du renminbi par les autorités chinoises remet en cause les 4 hausses de taux (projection médiane) envisagées en 2016 par les membres du FOMC. **Si la Fed déclare ne pas abandonner son cycle de resserrement monétaire, la probabilité d'une hausse de taux directeur en mars est désormais très faible.**

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Europe

Croissance forte en Espagne, robuste au Royaume-Uni et modeste en France. Le PIB a progressé, en volume au T4, de + 0,8 % en Espagne, de + 0,5 % au Royaume-Uni et de + 0,2 % en France. Sur 2015, les PIB de ces trois pays progressent, respectivement, de 3,5 %, 1,9 % et 1,3 %. En moyenne annuelle (par rapport à l'ensemble de 2014), les progressions sont de 3,2 %, 2,2 % et 1,1 %. En Espagne, le détail des composantes du PIB pour le T4 n'est pas encore disponible. Au Royaume-Uni, la croissance est tirée par les services (+ 0,7 %) alors que la production industrielle et la construction se replient (de - 0,2 % et - 0,1 %). En France, la consommation des ménages baisse de - 0,4 % mais l'investissement des entreprises progresse de 1,3 %, l'investissement résidentiel des ménages de + 0,1 % et la consommation publique de + 0,4 %, tandis que la formation de stocks apporte une contribution positive de + 0,5 % et le commerce extérieur une contribution négative de - 0,3 pp (exportations en hausse de + 0,6 %, importations en hausse de + 1,6 %). Ces chiffres du T4 sont, dans l'ensemble, rassurants. Cependant la région devra faire face, en 2016, à la contagion des tensions liées à la situation des pays émergents. Le détail des chiffres du PIB français montre que l'un des contributeurs négatifs les plus récurrents des dernières années, l'investissement résidentiel des ménages, est revenu au point neutre. Cela fait partie des éléments qui nous conduisent à prévoir une très légère amélioration de la situation générale (prévision de croissance à + 1,2 %, ce d'autant plus que la faiblesse de la consommation au T4 s'explique en partie par des éléments temporaires (dont les attentats de novembre et une faible consommation d'énergie en raison des températures élevées). En Espagne, en revanche, l'année 2016 sera moins bonne que 2015 (prévision de 2,3 %) à la fois pour des raisons cycliques et parce que l'incertitude politique de début d'année risque de peser sur le climat des affaires.

■ Etats-Unis

Croissance très médiocre au T4. Le PIB a progressé de + 0,7 %, en rythme annualisé, au T4. Sur les 4 trimestres de l'année 2015, la croissance est de + 1,8 % (et de + 2,4 %, en moyenne annuelle par rapport à l'année 2014). S'il est vrai que les premières estimations du PIB américain sont souvent très imprécises et ont généré, par le passé, plusieurs fausses alertes, nous pensons que la croissance américaine, tout en restant soutenue, est en train de décélérer. L'environnement international difficile, la hausse du dollar, le recul de l'investissement pétroliers y contribuent. Néanmoins c'est surtout la consommation des ménages, principal moteur actuel de la reprise, qui risque d'être un peu moins vigoureuse cette année (notamment parce qu'il sera difficile de maintenir un rythme de créations d'emplois aussi élevé qu'en 2016).

■ Russie

En moyenne annuelle le PIB est ressorti à - 3,7 % pour 2015 avec un Q4 toujours très faible à - 4,0 % contre - 4,1 % au Q3. **Les indicateurs conjoncturels du mois de décembre ne rassurent pas.** En effet, la production industrielle manufacturière a chuté de - 4,5 % plus fortement encore qu'en novembre (- 3,5 %). Il en est de même pour les ventes au détail (- 15,3 %) et les investissements (- 8,7 %). Bien qu'en moyenne annuelle, la récession de -3,7 % est moins profonde que ce que nous avons anticipé (- 4,5 %), la tendance observée n'augure pas d'une reprise rapide et ce d'autant que les cours du pétrole sont toujours à la baisse. Nous maintenons donc notre prévision d'une récession pour 2016 supérieure à 1,5 %.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Japon

La Banque du Japon (BOJ) a surpris les marchés en introduisant un taux d'intérêt négatif. Cette décision était largement inattendue dans la mesure où le Gouverneur de la BOJ, Haruhiko Kuroda, avait exclu l'idée de taux négatifs le 20 janvier dernier. Cette décision n'a pas été adoptée facilement. Cinq membres du comité de politique monétaire ont voté en faveur de la mise en œuvre partielle de taux négatifs sur les réserves discrétionnaires excédentaires des banques, tandis que les quatre autres étaient contre cette mesure sans précédent. Cette décision, qui entrera en vigueur le 16 février, ne sera pas appliquée à l'intégralité des réserves. Elle sera déployée selon un système à trois niveaux sur les comptes courants des institutions financières :

- solde de base : contribution de 0,1 % sur l'encours moyen du solde du dernier trimestre 2015,
- solde macro complémentaire : la BOJ ne verse pas d'intérêts, décision qui sera appliquée aux réserves obligatoires,
- solde au titre des taux directeurs : un taux d'intérêt négatif de - 0,1 % serait appliqué sur le reste des dépôts des comptes courants.

Selon nous, cette politique de taux d'intérêt négatif n'aura qu'un impact immédiat limité sur le rééquilibrage des portefeuilles et l'économie réelle car la BOJ a accepté de rémunérer à 0,1 % les dépôts existants avant sa décision. Seules les réserves nouvellement constituées sans raison économique légitime seront soumises à des taux négatifs. En outre, cette adoption partielle de taux négatifs ne devrait pas perturber les institutions financières dont les dépôts s'élèvent à 256 000 milliards de yens (25 % du total des actifs). Les banques commerciales ne devraient guère en souffrir une fois qu'elles auront augmenté leurs prêts. De fait, les nouveaux dépôts sur les comptes courants ne rapportent pas d'intérêts mais aucune pénalité n'est appliquée. De plus, les institutions financières devraient se reporter sur les emprunts d'État (JGB) lorsqu'elles se rendront compte que les dépôts sur le compte courant ne sont plus attractifs. Elles achèteront des JGB très légèrement au-dessus du pair (les rendements sont légèrement négatifs) et vendront à la BOJ à un prix plus élevé (rendements très négatifs). La BOJ a fait savoir qu'elle se porterait acheteuse même si les rendements passent en-dessous de - 0,1 %. Par conséquent, la politique de taux zéro va réduire les tensions liées à la pénurie de liquidité sur le marché des JGB. Tant que l'opération est rentable, les banques commerciales ne devraient pas augmenter outre mesure leurs prêts commerciaux ou industriels.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés en forte baisse. Les taux 10 ans allemand et américain perdent respectivement 13 et 11 pb sur la semaine, à 0,35 et 1,95 %. Le taux 10 ans japonais atteint son plus bas historique à 0,10 % et le taux 10 ans allemand est au plus bas depuis fin avril 2015. Signalons par ailleurs que le taux 5 ans allemand atteint un plus bas historique à - 0,30 % et que les écarts de taux entre l'Espagne et l'Allemagne se rétrécissent légèrement. Le communiqué plus « colombe » que prévu et la baisse de taux surprise de la BoJ ont exercé une forte pression négative sur les taux longs. Les niveaux de taux allemands paraissent désormais très faibles mais la pression sur la BCE s'est encore accrue : le taux de change effectif de l'euro est à la hausse et les anticipations d'inflation de long terme sont à la baisse. La partie courte de la courbe semble encore pouvoir s'aplatir.

■ Taux de change

Le yen décroche avec la décision surprise de la Banque du Japon. Alors qu'il s'était apprécié sur le mois de janvier dans le sillage du décrochage des bourses mondiales, le yen s'est brutalement déprécié vendredi avec la décision surprise de la BoJ de passer en taux négatif. Les devises « matières premières » ont bénéficié cette semaine de la légère remontée de prix du pétrole, avec les rumeurs de négociations de baisse concertée de la production de la part des pays de l'OPEP. Le yen est l'une des devises les plus sous-évaluées du monde et la décision de la BoJ va probablement raviver les tensions sur le continent asiatique. Globalement, nous pensons que la probabilité de voir le yen se déprécier davantage est relativement faible.

■ Crédit

Les spreads de crédit se sont légèrement resserrés au cours de la semaine, tant sur le marché européen qu'américain. Les spreads des CDS et des obligations d'entreprise se sont globalement resserrés en raison de la légère diminution de la volatilité implicite des actions et d'une stabilisation partielle des prix du pétrole. Bien que largement anticipé, le message accommodant de la Fed a contribué à stabiliser la situation, de sorte que le risque de hausse des taux reste faible pour les obligations d'entreprise. Côté actualité liée au crédit, l'accord entre le gouvernement italien et la Commission européenne sur la manière dont les banques transalpines pourront céder leurs créances douteuses a également eu un impact positif. Aux États-Unis, les valorisations affichent des niveaux synonymes de récession, tant sur le segment Investment Grade (IG) que High Yield (HY), alors qu'en Europe elles reflètent un scénario de «croissance nulle». La volatilité va donc probablement persister, mais les valorisations des obligations d'entreprise semblent attractives sur un horizon de moyen à long terme, sur la base de notre scénario macroéconomique central. Les taux de défaut reflétés par les spreads sont nettement supérieurs aux moyennes historiques aux États-Unis pour les maturités de 1 et 5 ans, même si l'on exclut du calcul les obligations du secteur de l'énergie. Bien que les valorisations semblent moins élevées qu'aux États-Unis, les obligations d'entreprise européennes présentent toujours un profil rendement-risque intéressant sur le segment HY, tandis qu'Outre-Atlantique nous préférons encore le segment IG.

■ Actions

Les marchés actions sont encore très volatils. Ils réagissent toujours avec les prix du pétrole et les déclarations des banques centrales. Du côté des résultats des sociétés, le pourcentage de bonnes surprises ressort toujours à 80 %. Avec maintenant 180 publications, cela commence à devenir plus significatif. Aucun secteur n'a surpris à la baisse pour l'instant mais il faut quand même relativiser ces chiffres qui sont surtout dus aux faibles attentes; les profits publiés sont en baisse de - 3 % en glissement annuel selon Bloomberg sur le trimestre, qui est donc le second trimestre de baisse (légère) des profits. On remarque une forte divergence des indices de profits des valeurs de croissance très liées à la consommation et ceux des valeurs value, très liées aux matières premières et au stress financier. Le contre-choc pétrolier ne fait que renforcer cette divergence. Rappelons qu'un cycle se termine par le retournement à la baisse non seulement des valeurs les plus fragiles, mais aussi des valeurs leaders du cycle. On surveillera donc avec une grande attention l'évolution des valeurs de croissance, dont pour l'instant les profits résistent.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1893	-0,7%	-8,9%	-7,4%
Eurostoxx 50	3007	-0,5%	-9,3%	-8,0%
CAC 40	4356	0,4%	-7,4%	-6,1%
Dax 30	9694	-0,7%	-10,7%	-9,8%
Nikkei 225	17518	3,3%	-7,7%	-8,0%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	722	1,6%	-9,7%	-9,1%
Matières premières - Volatilité	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	34	6,9%	-9,0%	-7,7%
Or (\$/once)	1115	1,5%	4,3%	5,0%
VIX	22	0,1	6,3	4,2
Marché des changes	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,09	0,7%	-0,5%	0,1%
USD/JPY	121	2,1%	0,7%	0,6%
EUR/GBP	0,76	0,6%	3,4%	3,3%
EUR/CHF	1,11	1,5%	2,6%	2,3%
Marchés des taux	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	-	-2 bp	-11 bp
Euribor 3M	-0,16	-1 bp	-3 bp	-3 bp
Libor USD 3M	0,62	--	+1 bp	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,48	-3 bp	-15 bp	-13 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,35	-13 bp	-28 bp	-28 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,79	-8 bp	-30 bp	-26 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,95	-11 bp	-36 bp	-32 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+31 bp	--	-5 bp	-5 bp
Autriche	+24 bp	+1 bp	-3 bp	-3 bp
Pays-Bas	+11 bp	--	-6 bp	-6 bp
Finlande	+26 bp	--	-5 bp	-4 bp
Belgique	+44 bp	-1 bp	+10 bp	+10 bp
Irlande	+63 bp	+4 bp	+11 bp	+11 bp
Portugal	+253 bp	-2 bp	+66 bp	+64 bp
Espagne	+119 bp	-5 bp	+2 bp	+5 bp
Italie	+109 bp	-	+9 bp	+13 bp
Marchés du crédit	29/01/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+92 bp	-1 bp	+14 bp	+15 bp
Itraxx Crossover	+370 bp	-1 bp	+51 bp	+55 bp
Itraxx Financials Senior	+92 bp	+3 bp	+17 bp	+15 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 29/01/2016 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