

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : fortes créations d'emploi sans accélération des salaires. Amélioration du côté de l'ISM manufacturier.

Zone euro : Progression de la consommation et reflux du chômage mais climat des affaires en dégradation

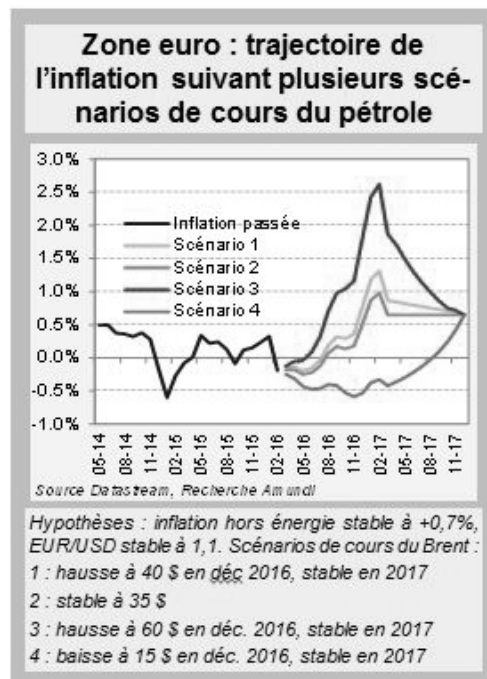
Pays émergents : Légère baisse des PMI chinois

Marchés : Taux américains et devises émergentes à la hausse. Actifs risqués à la hausse côté crédit, et poursuite du rebond des marchés actions.

> L'événement

Inflation de nouveau en territoire négatif : la pression monte sur la BCE

L'inflation zone euro est redevenue négative en février (-0,2% sur un an), pour la première fois depuis septembre dernier. Ce mauvais chiffre s'explique, certes, surtout par un effet de base défavorable lié au cours du pétrole (qui avait temporairement rebondi en février 2015). Cet effet va progressivement se dissiper et, après quelques mois en territoire faiblement négatif ou nul au premier semestre, dans le scénario de reprise économique lente qui est le nôtre, l'inflation totale va progressivement remonter (voir graphique). Même une nouvelle baisse, très hypothétique, du cours du pétrole, ne pourrait que décaler ce rebond, l'effet d'une variation du prix du pétrole sur l'inflation se réduisant au fur et à mesure que ce prix baisse (puisque sa part dans le coût total du carburant, et de l'énergie en général, devient plus faible).



En réalité, la mauvaise surprise des chiffres de l'inflation de février vient plutôt de l'inflation sous-jacente (+0,7%, soit le plus faible depuis un an, et seulement un dixième au-dessus de son plus bas historique), et, surtout, de l'inflation des services (moins sujets au commerce international que les biens et donc moins influencés par les mouvements de l'euro). La hausse des prix des services est revenue, en février, à 1% sur un an, soit son niveau le plus faible depuis la création de l'euro (déjà atteint début 2015). Alors que la reprise économique a été, au final, un peu plus vigoureuse que prévu en 2015, cette décélération est particulièrement troublante. Le pire n'est pas certain et peut-être y

a-t-il là une part de volatilité et/ou de transmission différée de la baisse du prix du carburant à d'autres secteurs.

Sans doute une (petite) partie de cette faiblesse est-elle même vertueuse, effet des réformes menées ces dernières années pour accroître la concurrence sur le marché des services et y faire baisser marges excessives et tarifs dans l'intérêt du consommateur et, au final, de la croissance.

Mais se limiter à ces explications serait faire peu de cas **des pressions déflationnistes mondiales**. Avec la montée des craintes sur la poursuite de la reprise et sur l'économie mondiale en général, les risques baissiers en ce qui concerne les perspectives d'inflation se sont récemment renforcés. Le pessimisme au sujet de la dynamique de l'inflation zone euro est plus fort que jamais : les prévisionnistes professionnels anticipent une inflation de seulement 1,6% en 2018 et les anticipations d'inflation de long terme mesurées par les marchés ont fortement baissé récemment et atteint un nouveau plus bas historique. Un possible désancrage des anticipations d'inflation est un risque que la BCE ne peut et ne veut pas prendre.

Si la BCE semble contrainte à agir pour préserver sa crédibilité, encore faut-il savoir avec quels outils elle peut le faire. Après le conseil des gouverneurs de décembre (baisse du taux de dépôt à -0,30% et extension dans le temps du PSPP), l'euro avait grimpé et les anticipations d'inflation chuté, les marchés anticipant une augmentation du rythme d'achats de titres. Cette dernière sera très probablement annoncée par la BCE le 10 mars mais cela ne sera pas sans poser de problème d'implémentation. Sur ces dernières semaines, la Bundesbank a été contrainte d'acheter des obligations sur des maturités beaucoup plus longues que d'ordinaire puisqu'en dessous d'une maturité de 7 ans, les titres allemands ne respectent actuellement pas la contrainte de rendement (dans le cadre du PSPP, les titres achetés doivent avoir un rendement supérieur au taux de dépôt). Selon nos estimations, en faisant l'hypothèse (forcément non réaliste) que les rendements obligataires resteraient à leur niveau actuel, l'Eurosystème ne parviendrait pas à trouver suffisamment de titres allemands et supranationaux pour mener le PSPP jusqu'à mars 2017. Pour cette raison et également pour maintenir une pression baissière sur l'euro, il est également fort probable que le taux de dépôt soit une nouvelle fois abaissé. Pour la BCE, tout l'enjeu sera donc de trouver un système qui ne pénalise pas trop la profitabilité des banques, ce qui mettrait en danger la distribution de crédit au secteur privé, qui est l'un des principaux axes de sa politique.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Chine

Le 2 mars 2016, Moody's a abaissé la perspective de la note souveraine (Aa3) de la Chine de « stable » à « négative ». L'agence de notation a mis en avant trois raisons principales : la détérioration des indicateurs budgétaires, marquée par une augmentation de la dette publique et des engagements indirects ; la diminution persistante des réserves de change et une poursuite des sorties de capitaux, qui témoignent des risques pesant sur la devise et la croissance ; et l'incertitude concernant la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes nécessaires.

Nous ne sommes pas surpris par cette décision. D'ailleurs, cela fait des années que nous ne comprenons pas pourquoi un pays présentant à plusieurs égards un profil « émergent » s'est vu attribuer une notation aussi élevée.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

La consommation progresse et le chômage reflue mais le climat des affaires se dégrade. Les ventes au détail de janvier surprennent à la hausse (+0,4% sur le mois, contre +0,1% attendu). Le taux de chômage poursuit son reflux, à 10,3% en janvier (contre 10,4% en décembre et 11,3% en janvier 2015). L'indicateur PMI Composite définitif de la zone euro pour février est, à 53, un peu meilleur que ce qu'avait indiqué son estimation préalable (52,7) mais en recul par rapport à janvier (53,6) et au plus bas depuis janvier 2015. Le recul, par rapport à janvier, est beaucoup plus marqué dans l'industrie que dans les services.

La reprise est solidement engagée en zone euro. Elle devrait pouvoir se poursuivre même si, compte tenu de la multitude des freins internes (difficultés politiques, tensions financières, pressions déflationnistes) et externes (difficultés des pays émergents), elle ne pourra probablement pas accélérer en 2016.

■ Etats-Unis

Fortes créations d'emplois sans accélération des salaires en février. L'économie américaine a créé 242 000 emplois en février, soit plus que les 195 000 attendu et que les 172 000 créés en janvier. Les créations d'emplois de janvier et décembre sont révisées en hausse d'un total de 30 000. Le taux de chômage est inchangé à 4,9% tandis que le taux de participation progresse à 62,9% (contre 62,7% en janvier). En revanche, le salaire horaire moyen décélère, en hausse de +2,2% sur un an (contre +2,5% en janvier) et la durée moyenne de la semaine de travail diminue, à 34,4h (contre 34, en janvier).

Stabilisation de l'industrie, poursuite de l'expansion à un rythme modéré dans les services. L'ISM manufacturier se redresse à 49,5 en février, un niveau nettement supérieur aux attentes (48,5) et à celui de janvier (48,2) même s'il indique toujours une légère contraction. L'ISM non manufacturier, pour sa part, à 53,4, fait un peu mieux qu'attendu (53,1) et est presque stable par rapport à janvier (53,5), continuant à indiquer une expansion modérée de l'activité.

Même si tous les indicateurs ne progressent pas, la stabilisation de l'industrie est rassurante tandis que la dynamique du marché intérieur (services et emploi) reste porteuse, à-même de soutenir la poursuite de la reprise.

■ Japon

L'inflation annuelle est restée stable en janvier. La formation de capital a gardé un rythme soutenu au quatrième trimestre, toutefois légèrement inférieur aux prévisions. Nous étions habitués à ce que l'IPC officiel recule dans une situation de suroffre compressant les prix de l'énergie ainsi que l'effet de base due à la hausse de la TVA de 2014 cessant d'influencer le calcul depuis Avril 2015. Au contraire, l'inflation sous-jacente progressait jusqu'à présent. Cela étant, cette dernière a déçu pour la première fois en janvier, la hausse annuelle de l'inflation passant de +1,3 % à +1,1 % en signe de l'affaiblissement des fondamentaux économiques. Dans le même temps, en rythme annuel, les dépenses des ménages fléchissent constamment depuis octobre de l'année dernière, alors que leur pouvoir d'achat réel s'améliore compte tenu de du niveau modeste de l'inflation. Sur le front de l'activité, la production demeure peu soutenue. Il semble cependant que les petites entreprises ne subissent pas le poids des pressions qui s'opèrent depuis l'étranger et empêchent le marché japonais d'avancer : au quatrième trimestre 2015, ces sociétés ont fait état de la plus forte hausse de leurs marges et de leurs investissements relativement aux grandes et moyennes entreprises. Leurs investissements s'inscrivent en nette progression depuis le premier trimestre de l'année 2015.

■ Chine

L'indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois de février est ressorti légèrement en-deçà des attentes, à 49 (contre un consensus et un chiffre antérieur de 49,4). Le ralentissement du PMI manufacturier officiel est essentiellement dû au repli de la production (50,2 en février après 51,4 en janvier) et des nouvelles commandes (48,6 en février après 49,5 en janvier), lequel reflète le fléchissement saisonnier des activités autour du Nouvel an chinois. Selon nous, cette légère dégradation du PMI manufacturier sera passagère et la tendance devrait commencer à s'améliorer d'ici un mois ou deux. **Nous sommes toujours d'avis que l'économie chinoise va se rapprocher doucement de son creux de cycle et qu'elle ne risque aucun atterrissage forcé dans l'immédiat.**

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux américains en hausse. En particulier, ils ont monté après la publication d'un ISM manufacturier meilleur que prévu (cf. section économie) puis après celle du rapport sur l'emploi. Au final, le taux 10 ans a pris 8 pbs et finit la semaine à 1,85%. **Les marchés anticipent une hausse de fed funds vers septembre 2016. Les taux allemands sont restés très bas, le taux 10 ans finissant la semaine à 0,19%. Le taux 2 ans a atteint un nouveau plus bas historique à -0,58%.** En Europe, les spreads souverains ont baissé d'une dizaine de points de base en Italie et en Espagne. Quelques chiffres plutôt rassurants à propos des Etats-Unis confortent notre idée que la Fed remontera une nouvelle fois ses taux directeurs en 2016. Les taux longs devraient remonter un peu davantage sur la seconde partie de l'année, avec notamment une remontée probable de l'inflation (effets de base et fin de l'appréciation du dollar). En Europe, nous continuons de penser qu'un positionnement sur l'Espagne et l'Italie est intéressant.

■ Taux de change

Le dollar s'est déprécié vis-à-vis de quasiment toutes les devises sur la semaine, notamment avec la légère remontée des prix du pétrole (le baril de Brent passant de 34,8 à 37,2 dollars). Les devises « matières premières » sont les principales bénéficiaires de ce mouvement. Le dollar, considéré contre les devises de ses partenaires, a vraisemblablement atteint son pic en janvier et devrait baisser lentement sur le reste de l'année 2016 (avec la remontée progressive des prix du pétrole), ce qui pourrait faciliter le resserrement monétaire de la Fed plus tard dans l'année.

■ Crédit

Les actifs risqués ont continué à bénéficier du redressement partiel et de la stabilisation des prix du pétrole et des matières premières, entrés récemment dans le cercle fermé des principaux moteurs des spreads de crédit. À la suite des mouvements des CDS la semaine dernière, les obligations au comptant ont notamment été les grandes bénéficiaires de l'embellie de l'environnement de marché et les spreads High Yield sont ceux qui se sont le plus resserrés des deux côtés de l'Atlantique. Le redressement partiel des cours pétroliers a soutenu les géants américains de l'énergie, dont la prime de risque s'est nettement réduite en chutant de 250 pb pendant les trois premiers jours de la semaine. En déclarant que la BCE suivait de près le risque de taux négatifs dans le secteur bancaire, Benoît Cœuré a soutenu la dynamique des émissions financières et contribué à leur surperformance sur les marchés du crédit.

L'aversion pour le risque s'est atténuée au cours des deux dernières semaines, sous l'effet de la stabilisation des prix du pétrole et de la perspective de la réunion de la BCE. Par conséquent, les marchés du crédit ont effacé une partie de leurs pertes et les spreads se sont à nouveau contractés. Toutefois, les valorisations demeurent globalement intéressantes par rapport à notre scénario central, car elles anticipent toujours des développements très défavorables au niveau des économies et des entreprises ; en revanche, le marché primaire du crédit en euro affiche des niveaux d'activité toujours assez faibles, en particulier parmi les financières. Comme en janvier, les émissions HY en euro ont représenté des volumes très restreints en février, et près de 50 % de l'offre de crédit financier Investment Grade en euro a pris la forme d'obligations sécurisées : ce pourcentage exceptionnellement élevé confirme indirectement que l'aversion au risque a réduit les opportunités de financement non seulement sur le marché du haut rendement mais aussi dans les secteurs affaiblis du crédit Investment Grade. Dans son suivi des conditions financières, la BCE s'intéressera certainement de près aux tendances de financement et en tiendra compte dans les décisions qu'elle prendra dans quelques jours.

■ Actions

Poursuite du rebond des marchés d'actions. En se rapprochant du cap symbolique des 50 à 49,5 (48,5 le mois précédent), l'ISM manufacturier américain a surpris positivement et soutenu les cours des valeurs Value au niveau global. En ont profité, non seulement **l'énergie et les matériaux de base, mais aussi les bancaires, notamment en Europe.**

Nous avons souvent souligné que les cycles dont les valeurs leaders sont les valeurs de croissance se terminent souvent par une exagération à la surperformance des valeurs de croissance par rapport aux valeurs décotées en 3 temps. Forte surperformance de la croissance, puis retracement, et à nouveau une forte hausse du ratio Growth/Value. Il n'est pas impossible que la seconde étape soit en train de prendre corps.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1993	2,3%	4,1%	-2,5%
Eurostoxx 50	3038	3,7%	4,6%	-7,0%
CAC 40	4459	3,4%	5,5%	-3,8%
Dax 30	9810	3,1%	4,4%	-8,7%
Nikkei 225	17015	5,1%	-0,2%	-10,6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	780	5,4%	5,5%	-1,8%
Matières premières - Volatilité	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	37	6,6%	8,5%	0,3%
Or (\$/once)	1267	3,6%	9,6%	19,4%
VIX	17	-3,1	-5,1	-1,5
Marché des changes	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,10	0,6%	-1,8%	1,4%
USD/JPY	113	-0,4%	-2,8%	-5,9%
EUR/GBP	0,78	-1,5%	1,1%	5,3%
EUR/CHF	1,09	-0,1%	-2,1%	0,2%
Marchés des taux	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	-	-1 bp	-11 bp
Euribor 3M	-0,22	-1 bp	-5 bp	-8 bp
Libor USD 3M	0,63	--	+1 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,56	-1 bp	-7 bp	-21 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,19	+5 bp	-11 bp	-44 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,85	+5 bp	+15 bp	-20 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,85	+8 bp	+1 bp	-42 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+36 bp	-	+3 bp	-
Autriche	+30 bp	+2 bp	+3 bp	+3 bp
Pays-Bas	+14 bp	-	+1 bp	-2 bp
Finlande	+28 bp	--	+2 bp	-1 bp
Belgique	+48 bp	-	+2 bp	+14 bp
Irlande	+70 bp	-6 bp	+1 bp	+18 bp
Portugal	+289 bp	-4 bp	+17 bp	+101 bp
Espagne	+137 bp	-6 bp	+2 bp	+22 bp
Italie	+126 bp	-6 bp	+3 bp	+30 bp
Marchés du crédit	04/03/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+95 bp	-10 bp	-9 bp	+18 bp
Itraxx Crossover	+384 bp	-41 bp	-20 bp	+70 bp
Itraxx Financials Senior	+102 bp	-14 bp	-5 bp	+25 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achévé de rédiger le 04/03/2016 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