

# Regards sur les marchés

La semaine a été marquée par la poursuite de l'apaisement des tensions sur tous les fronts : les bourses, le marché du crédit et les dettes souveraines périphériques ont continué de bénéficier du reflux de l'aversion au risque. La décision de la Fed de maintenir ses taux à un niveau exceptionnellement faible jusqu'à fin 2014 a joué un rôle déterminant. Sur le front macroéconomique, les nouvelles sont en revanche contrastées : l'économie allemande résiste bien mais le ralentissement du crédit se révèle particulièrement marqué dans la zone euro.

## Crise des dettes souveraines :

- **Grèce: toujours dans l'attente d'un accord pour le plan de décote sur la dette.**

L'accord comprendrait une décote volontaire de l'ordre de 70 % sur la dette grecque pour les détenteurs privés. Les parties en négociation rapportent des difficultés pour parvenir à un consensus concernant le coupon à payer sur les obligations à 30 ans qui viendraient remplacer les titres actuels. Un autre point d'achoppement réside dans l'éventualité d'une participation de la BCE, qui détient environ 45 milliards d'euros de dette grecque, accumulée dans le cadre de son programme de rachat de dettes souveraines depuis mai 2010. La mobilisation de la BCE permettrait de compenser une éventuelle faiblesse de la participation au plan s'il se fait sur une base volontaire mais constituerait un cas de financement d'une dette publique par la Banque centrale ; ce qui est interdit par les traités européens et suscite une réprobation particulièrement forte en Allemagne.

- **BCE : baisse graduelle et continue des dépôts des banques.**

Les montants déposés par les banques auprès de la BCE avaient été erratiques la semaine passée, même si la dynamique était globalement baissière. Cette semaine, ils ont diminué à chaque séance de manière plus régulière, passant de 492 à 465 milliards d'euros sur la semaine. Cette baisse plus tendancielle corrobore le recul de l'aversion au risque dans la sphère financière. Cela continue d'alimenter l'espoir que les banques emploient une partie de leurs liquidités à investir dans les dettes d'Etats, ce qui est positif pour la poursuite de la détente des taux sur les obligations de courte et moyenne maturité.

## Indicateurs de marchés

Aperçu sur les marchés			
Marchés d'actions	27/01/2012	1s	1m
S&P 500	1314	-0.1%	-3.9%
Eurostoxx 50	2437	0.4%	6.4%
CAC 40	3319	-0.1%	6.9%
Dax 30	6512	1.7%	10.6%
Nikkei 225	8841	0.9%	4.7%
Matières 1 <sup>ères</sup> - Volatilité	27/01/2012	1s	1m
Pétrole (Brent, \$ par baril)	111	1.4%	2.6%
Or (\$/once)	1730	3.8%	8.6%
VIX	18.8	-0.53	-4.16
Marché des changes	27/01/2012	1s	1m
EUR/USD	1.32	2.0%	0.9%
USD/JPY	77	-0.5%	-1.5%
EUR/GBP	0.84	1.1%	0.6%
EUR/CHF	1.21	-0.2%	-1.2%
Taux monétaires - Taux obligataires	27/01/2012	1s	1m
EONIA	0.38	-2 pb	-4 pb
Euribor 3M	1.14	-4 pb	-26 pb
Libor USD 3M	0.55	-1 pb	-2 pb
Taux 2 ans (Allemagne)	0.19	-2 pb	+2 pb
Taux 10 ans (Allemagne)	1.86	-7 pb	-6 pb
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.21	-3 pb	-8 pb
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.92	-10 pb	-8 pb
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	27/01/2012	1s	1m
France	+118 pb	+2 pb	+12 pb
Autriche	+109 pb	-11 pb	+1 pb
Pays-Bas	+32 pb	+1 pb	-3 pb
Finlande	+42 pb	+4 pb	-5 pb
Belgique	+183 pb	-34 pb	-29 pb
Grèce	+3208 pb	-15 pb	-95 pb
Irlande	+635 pb	+7 pb	+6 pb
Portugal	+1330 pb	+62 pb	+209 pb
Espagne	+311 pb	-45 pb	-31 pb
Italie	+404 pb	-28 pb	-104 pb

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données act.

La mise en œuvre du plan de participation du secteur privé à la restructuration de la dette grecque (PSI) se révèle plus compliquée qu'anticipé, même si les parties prenantes ont semble-t-il continué de progresser vers un accord (possible juste avant le sommet européen du lundi 30 janvier). Notons également que la situation au Portugal demeure très tendue. Même si les risques n'ont pas disparu, les liquidités injectées par la BCE, qui avaient déjà commencé à produire leurs effets sur les taux d'intérêt de maturité courte, semblent désormais bénéficier aux taux à long terme, notamment en Italie et en Espagne. La promesse d'une liquidité durablement très abondante de part et d'autre de l'Atlantique redonne de l'attractivité à de nombreux actifs décotés. Il ne faut toutefois pas oublier les fondamentaux, notamment en Europe : la zone euro est en récession et les divergences de cycles entre les pays membres s'accroissent.

## Economie

### ■ Croissance mondiale : le FMI en ligne avec nos prévisions de croissance

**Le FMI a revu à la baisse ses prévisions de croissance 2012 et 2013.** Le FMI anticipe désormais une croissance mondiale de + 3,3 % et + 3,9 % lors des deux prochaines années (vs + 4 % et + 4,5 % en septembre). Pour 2012, les révisions les plus importantes concernent l'Espagne (- 1,7 vs + 1,1 %) et l'Italie (- 2,2 vs + 0,3 %). Le FMI conserve en revanche des prévisions positives pour la France (+ 0,2 % vs + 1,4 %) et l'Allemagne (+ 0,3 % vs + 1,3 %). De manière agrégée, le FMI anticipe que la croissance de la zone euro sera de - 0,5 % (vs + 1,1 %). Le FMI a quasiment laissé inchangé sa prévision de croissance pour les Etats-Unis à + 1,8 %, tandis qu'il a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour les pays émergents (+ 5,4 % vs + 6,1 %). Au sein des émergents, le FMI prévoit que la croissance de la Chine restera robuste (+ 8,2 % et + 8,8 % respectivement pour 2012 et 2013).

La prévision de croissance mondiale du FMI est dorénavant exactement en ligne avec la nôtre (+ 3,3 %). Pour la zone euro, nous sommes néanmoins légèrement plus optimistes que le FMI du fait principalement de notre anticipation sur l'Allemagne. Sur les pays émergents, nous partageons l'idée d'un ralentissement graduel.

### ■ Zone euro : l'IFO allemand aligne un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de hausse

**L'enquête IFO surprend une nouvelle fois positivement.** Elle se situe à 108,3 vs 107,6 en décembre, soit son niveau le plus élevé depuis cinq mois. Il s'agit de la troisième hausse consécutive, ce qui suggère qu'une tendance plus positive se dessine. En termes de structure, la composante actuelle reste basse à 116,3 traduisant le creux qu'est en train de connaître l'économie allemande (PIB en contraction de - 0,25 % au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011 selon les premières estimations officielles).

En revanche, la composante anticipation s'améliore notablement. Elle passe de 99 à 100,9, indiquant que l'économie allemande devrait connaître une croissance positive au 1<sup>er</sup> semestre 2012.

La nouvelle prévision de croissance allemande pour 2012 du FMI (+ 0,3 %) paraît particulièrement faible au regard des indicateurs avancés. Nous conservons notre prévision de + 0,8 % pour l'Allemagne en 2012. En revanche, l'Allemagne ne semble pas jouer son rôle de moteur traditionnel pour les autres pays de la zone euro, au regard de la divergence des indicateurs avancés. Les plans d'austérité domestiques mis en place dans la plupart des Etats membres de l'UEM expliquent ce constat. La dispersion des cycles au sein de l'UEM, déjà élevée, tend donc à s'accroître.

### La croissance de la masse monétaire M3 a continué de ralentir pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif.

Elle recule de + 2 % à + 1,6 % en glissement annuel pour décembre, tandis que le consensus attendait une hausse de + 2,1 %. La croissance des prêts au secteur privé diminue de + 1,7 % à + 1 %. Les prêts aux entreprises enregistrent une baisse record de 37 milliards d'euros en décembre. La diminution des crédits aux ménages est plus modérée (10 milliards d'euros). Ces chiffres montrent qu'un véritable credit crunch se profilait en zone euro fin 2011. Les opérations de refinancement à long terme (LTRO) soulagent le secteur bancaire, notamment en sécurisant l'ensemble de leur refinancement sur l'année. Cependant, il ne faut pas confondre abondance de liquidité et redémarrage du crédit. La baisse du crédit au secteur privé a été très marquée en décembre et sa croissance annuelle devrait passer sous le seuil de 1 % à la fin du 1<sup>er</sup> semestre. Cela constitue un argument supplémentaire pour une poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE.

### ■ Etats-Unis : le PIB du 4<sup>ème</sup> trimestre déçoit légèrement par rapport aux attentes

#### La croissance du PIB a accéléré au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011.

Elle passe de + 1,8 % à + 2,8 % annualisé au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011. Néanmoins ce chiffre est inférieur aux attentes du consensus (+ 3 % annualisé). La déception provient de la consommation qui ressort à + 2 % alors que le consensus escomptait + 2,4 % annualisé. Les dépenses des ménages ont faibli au mois de décembre. Par ailleurs, les dépenses publiques et plus précisément le secteur de la défense ont contribué négativement à la croissance (- 0,7 %). Les stocks ont en revanche apporté une contribution fortement positive. Hors stocks, la croissance américaine ressort alors seulement à + 0,8 %. L'économie américaine a, selon ces premières estimations, affiché un rythme de croissance de + 1,7 % en 2011.

Nous anticipons un ralentissement de la consommation américaine au 1<sup>er</sup> semestre 2012 car les chiffres du 2<sup>ème</sup> semestre 2011 ont été soutenus par des facteurs temporaires (normalisation des chaînes de production suite à la crise japonaise et avantages fiscaux sur l'investissement). Par ailleurs, la consommation a progressé en partie grâce à une diminution du taux d'épargne qui ne nous paraît pas durable sans amélioration significative de la richesse des ménages. Nous anticipons une croissance de + 1,7 % en 2012, soit un rythme légèrement inférieur aux attentes du consensus (+ 2,2 %).

## MARCHES FINANCIERS

### ■ Marché de taux et des changes : baisse des taux et injection de liquidités

**La Fed promet des taux faibles jusqu'à la fin 2014** : lors de son comité de politique monétaire (FOMC) de mercredi dernier, la Fed a indiqué qu'elle maintiendrait ses taux directeurs à des niveaux « exceptionnellement bas » jusqu'à la fin 2014 (contre mi-2013 lors du comité précédent). Le comité estime, en effet, que le niveau du chômage est encore trop élevé et ne décroîtra que de manière graduelle. Il est intéressant de noter que la Fed estime, dans ses dernières prévisions, que le taux de chômage naturel de long terme est compris entre 5,2 % et 6 % (contre 8,5 % actuellement).

Cette réunion du FOMC restera dans les annales pour au moins deux raisons. La première est que les membres du FOMC dévoileront désormais leurs propres prévisions sur les taux directeurs. La seconde est que la Fed a, comme beaucoup de ses consœurs, adopté une cible explicite d'inflation de 2 %. L'ancrage des taux courts à un niveau proche de zéro pendant une période allongée a fait se déprécier le dollar contre presque toutes les devises.

**La détente se poursuit en Italie** : les taux 2 ans et 10 ans italiens se sont resserrés respectivement de 29 et 35 pb (à respectivement 3,56 % et 5,90 %). Le taux 10 ans italien passe ainsi sous la barre des 6 % pour la première fois depuis la fin octobre.

La baisse des primes de risque en Italie et en Espagne résulte indirectement des opérations exceptionnelles de liquidité de la BCE et non des fondamentaux (croissance et dette).

**La Banque centrale d'Inde a décidé, de manière inattendue, de baisser ses taux de réserves obligatoires de 6 % à 5,5 %**, libérant de ce fait près de 320 millions de roupie (6,4 milliards de dollars) dans le marché interbancaire Indien.

Les marchés interbancaires indiens sont sous pression depuis le mois de décembre probablement en raison de l'intensité de la crise financière en Europe. Il est intéressant de noter que la décision de la Banque centrale a été prise en dépit d'un taux d'inflation toujours élevé (9,3 % sur un an en novembre).

Dans ces conditions, une accalmie sur le front de la crise européenne se traduirait vraisemblablement par une fin de l'assouplissement monétaire.

### ■ Crédit : bonne performance sur la semaine

**Le marché du crédit a bien performé cette semaine** en particulier sur le segment des valeurs Financières senior (- 15 pb) et du haut rendement (- 44 pb). Les indices CDS sont revenus sur les niveaux observés au début du mois d'août 2011. Comme plusieurs banques européennes, Unicredit a annoncé une offre de rachat sur une partie de ses titres hybrides. Ces rachats revêtent un intérêt fort pour les banques et les investisseurs. Pour les banques, l'opportunité à se financer par de la dette subordonnée est devenue plus faible du fait du changement de régulation. De plus, sur le marché secondaire, ces titres sont fortement décotés. Pour les investisseurs, ces titres, potentiellement illiquides, les exposent directement aux pertes des banques. On retiendra par ailleurs que, le marché primaire du haut rendement, quasiment paralysé en novembre et décembre 2011, s'est ouvert cette semaine aux acteurs dont la note est inférieure à BB+.

La détente depuis le début de l'année est marquée. Il faut toutefois conserver à l'esprit qu'elle est davantage liée à l'écrasement des primes de liquidité qu'à une amélioration des fondamentaux.

### ■ Marchés d'actions : poursuite du rebond

**Le MSCI Monde a progressé de 1,2 % cette semaine (du vendredi 20 au jeudi 26 janvier)** : 0,3 % pour les Etats-Unis, 0,9 % pour les Emergents, 1,1 % pour l'Europe, dont 1,5 % pour la zone euro et 1,2 % pour le Japon. Au plan sectoriel, en Europe, les Financières (+ 1,3 % relatif) devancent les Cycliques (+ 0,2 % relatif) alors que les secteurs Défensifs ont sous-performé (- 1,0 % relatif). Le MSCI Monde aligne ainsi sa 6<sup>ème</sup> semaine de progression d'affilée, soit sa plus longue séquence de hausse depuis décembre 2010. Cette progression s'est faite sur un front très large, puisque tant le Japon que les Etats-Unis ou les Emergents y ont pris part au moins quatre semaines. La palme revient à l'Europe, avec six semaines de hausse consécutives. Après la grande peur du 4<sup>ème</sup> trimestre, à défaut de grandes nouvelles sur le front de la croissance ou des résultats, l'espoir de dissipation du risque de contagion de la crise européenne et l'assouplissement synchronisé des politiques monétaires sont devenus les principaux moteurs des marchés mais leur rebond demeure fragile car davantage lié à la liquidité qu'aux fondamentaux. Dans ce contexte, si la hausse des bourses bénéficie aujourd'hui en priorité aux segments qui étaient les plus stressés en fin d'année dernière, les marchés émergents demeurent de loin les plus attractifs (fondamentaux plus solides).

## ■ Matières premières : risques géopolitiques et liquidité dopent les prix

Embargo sur l'Iran. L'Union européenne a imposé un embargo à l'Iran, interdisant les nouveaux contrats dans le secteur pétrolier et annulant les contrats établis depuis le 1<sup>er</sup> janvier. L'Arabie Saoudite prendra a priori le relais de l'Iran (2<sup>ème</sup> producteur de l'OPEP). Les pays européens représentent 20 % des exportations de l'Iran.

Les risques sont à la hausse sur le prix du pétrole car la possibilité pour l'offre mondiale de pétrole de faire face à des interruptions (Nigéria par exemple) diminue. Notons, dans un autre registre, que les excès de liquidité à l'échelle mondiale poussent l'ensemble des prix des matières premières à la hausse.

Adjudications d'emprunts d'Etat européens	
Date	Pays, montant, maturité (si disponibles)
30 janv.	France, court terme
2 fév.	Allemagne, 5 mds, 10 ans
2 fév.	Portugal, 3 mois
13 fév.	Italie, court terme
13 fév.	France, court terme
14 fév.	Italie, long terme
15 fév.	Portugal, court terme
20 fév.	France, court terme
27 fév.	Allemagne, court terme
27 fév.	France, court terme
28 fév.	Italie, long terme
28 fév.	Allemagne, 4 mds, 10 ans

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

### Avertissement

#### Achevé de rédiger le 27/01/2012 à 18 heures

Directeur de la publication : Alain Pitous

Rédacteur en chef : Philippe lthurbide

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Editée par Société Générale Gestion (S2G) –

Société anonyme au capital de 567 034 094 EUR - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris.

Société Générale Gestion est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP-09000020. S2G est une filiale à 100 % du groupe Amundi.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Copyright Groupe Amundi