

Regards sur les marchés

Les marchés financiers ont prolongé la semaine passée la tendance haussière amorcée depuis la mi-décembre. En toile de fonds, on retrouve l'amélioration des conditions de liquidité et les bonnes nouvelles sur le front économique (notamment en matière de créations d'emplois aux Etats-Unis). La promesse de politiques monétaires durablement accommodantes est également un puissant facteur de soutien.

Crise des dettes souveraines : l'offre de crédit fragilisée

■ Grèce : toujours dans l'attente d'un accord imminent pour le plan de décote.

Bien que chaque jour voit une annonce sur l'imminence d'un accord entre le gouvernement grec et ses créanciers privés, les négociations n'ont pas encore abouti. A ce stade avancé, l'accord comprendrait une décote volontaire de l'ordre de 70 % sur la dette grecque pour les détenteurs privés, via un échange des titres actuels contre des obligations à trente ans. Le coupon serait compris entre 3,5 et 4 %. Un autre enjeu réside dans l'éventualité d'une participation de la BCE, qui détient environ 45 Mds € de dette grecque.

■ Portugal : les investisseurs s'interrogent... un défaut est-il inéluctable ?

Le CDS sur la dette portugaise a atteint un plus haut historique cette semaine à 1562 pb avant de retourner sur le seuil encore élevé des 1400 pb. Cette diminution des tensions est en grande partie due au succès de l'adjudication de dette publique de mercredi dernier. Les interrogations demeurent, essentiellement en raison d'une augmentation des besoins de financement du gouvernement portugais pour la période 2012-2014, et ce, malgré une baisse des charges de la dette.

■ BCE : stabilisation des dépôts des banques... à un niveau très élevé.

Les dépôts des banques européennes auprès de la BCE, qui avaient atteint 528 Mds € le 17 janvier se sont stabilisés sur la semaine (489 Mds €). Cette stabilisation alimente un espoir – contenu – que les banques emploient une partie de leurs liquidités pour le financement de l'économie et des dettes souveraines.

Indicateurs de marchés

Marchés d'actions	03/02/2012	1s	1m
S&P 500	1343	2.0%	5.2%
Eurostoxx 50	2515	3.2%	5.2%
CAC 40	3428	3.3%	5.6%
Dax 30	6767	3.9%	9.7%
Nikkei 225	8832	-0.1%	4.5%
Matières 1 ^{eres} - Volatilité	03/02/2012	1s	1m
Pétrole (Brent, \$ par baril)	113	1.3%	1.3%
Or (\$/once)	1738	0.0%	8.4%
VIX	16.9	-2.66	-7.1
Marché des changes	03/02/2012	1s	1m
EUR/USD	1.31	-0.8%	0.5%
USD/JPY	77	-0.1%	-0.1%
EUR/GBP	0.83	-1.2%	-0.4%
EUR/CHF	1.21	0.0%	-0.8%
Marchés des taux	03/02/2012	1s	1m
EONIA	0.37	-1 pb	-3 pb
Euribor 3M	1.10	-4 pb	-23 pb
Libor USD 3M	0.53	-2 pb	-6 pb
Taux 2 ans (Allemagne)	0.20	+1 pb	+2 pb
Taux 10 ans (Allemagne)	1.93	+8 pb	+3 pb
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.23	+2 pb	-2 pb
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.94	+5 pb	-1 pb
Ecart de taux 10 ans vs	03/02/2012	1s	1m
Allemagne			
France	+97 pb	-21 pb	-42 pb
Autriche	+104 pb	-4 pb	-19 pb
Pays-Bas	+32 pb	-	-6 pb
Finlande	+44 pb	+1 pb	-5 pb
Belgique	+161 pb	-22 pb	-76 pb
Grèce	+3226 pb	-14 pb	-31 pb
Irlande	+627 pb	-7 pb	-3 pb
Portugal	+1149 pb	-187 pb	+3 pb
Espagne	+306 pb	-5 pb	-33 pb
Italie	+377 pb	-27 pb	-125 pb
Marchés du crédit	03/02/2012	1s	1m
Itraxx Main	+135 pb	-6 pb	-34 pb
Itraxx Crossover	+579 pb	-26 pb	-158 pb
Itraxx Financials Senior	+204 pb	-7 pb	-61 pb

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

■ L'accès au crédit reste difficile en zone euro.

L'enquête de la BCE sur les conditions d'accessibilité au crédit fait état d'un très net durcissement de celles-ci au cours du quatrième trimestre 2011. Le pourcentage net d'établissements reconnaissant avoir resserré leur offre de crédit à destination des entreprises non financières a fortement augmenté pour le crédit aux entreprises et les prêts immobiliers. La crise pèse lourdement sur les conditions de financement des banques via une détérioration de la qualité de leurs bilans. **Les perspectives pour le 1er trimestre 2012 demeurent celles d'une continuation des tendances de fin d'année** sur un rythme toutefois moins soutenu. Par ailleurs, la plupart des établissements s'attendent à une détente des conditions relatives à leur financement probablement en raison des mesures de refinancement à 3 ans de la BCE.

Le Portugal n'est pas la Grèce. L'augmentation des besoins de financement pourrait être compensée par des meilleures conditions d'accès et des montants issus des privatisations légèrement plus élevés. Rappelons que le besoin de financement du Portugal est assez faible (inférieur à 30 Mds € en 2012). Par ailleurs, les opérations de refinancement à long terme devraient permettre d'endiguer le risque d'une forte réduction de l'offre de crédit (« credit crunch »). De plus, la demande de crédit est déjà en cours d'ajustement sur les prêts immobiliers et le financement des investissements du secteur des entreprises. Enfin, la seconde opération de financement (prévue le 29 février) promet d'être très importante et diminue la probabilité d'une contraction sévère du crédit. Grâce à la liquidité, le cercle vicieux entre dettes souveraines et bilans bancaires semble rompu. Dans ces conditions, l'aversion au risque des investisseurs tend à diminuer.

Economie

■ Etats-Unis : des données économiques robustes

L'ISM manufacturier a progressé en janvier pour le troisième mois consécutif. Il ressort à 54,1 (vs 53,1 en décembre). Les composantes nouvelles commandes, carnets de commandes et stocks ont progressé (respectivement de 54,8 à 57,6, de 48 à 52,5 et de 45,5 à 49,5) tandis que la composante production baisse (de 58,9 à 55,7). La composante emploi reste bien orientée (quasiment stable à 54,3 vs 54,8 en décembre). A noter également la poursuite du rebond des nouvelles commandes à l'export, qui passent de 53 à 55, bénéficiant vraisemblablement du reflux récent du dollar.

L'ISM signale une croissance américaine robuste. La hausse des composantes stocks et nouvelles commandes en janvier suggère qu'il n'y aura pas de correction marquée de l'investissement, suite à la diminution des avantages fiscaux sur l'amortissement fin 2011, ni des stocks, suite à leur forte contribution à la croissance au 4^{ème} trimestre 2011 (+ 1,7 %). L'inflexion de la composante production reste néanmoins conforme à notre

scénario d'une légère décélération de la croissance sur le premier semestre 2012.

Le rapport sur l'emploi a surpris positivement.

243 000 emplois ont été créés sur le mois de janvier alors que le consensus attendait seulement un chiffre proche de 140 000. De plus, les heures travaillées augmentent de 0,1 et le salaire horaire progresse de + 0,2 %. Le détail du rapport se révèle d'autant plus favorable que l'amplification des créations d'emplois concerne un spectre large de secteurs. Les services ont créé 176 000 postes tandis que le secteur manufacturier et la construction ont été respectivement à l'origine de 50 000 et 21 000 embauches. Autre point positif, les emplois temporaires passent de 8 000 à 20 000. En revanche, le secteur public a continué de détruire des emplois (- 14 000 en janvier, -276 000 sur un an). Le taux de chômage a baissé de 8,5 % à 8,3 % en janvier. Il convient néanmoins de nuancer l'amélioration constatée sur le marché du travail par l'évolution du taux de participation, qui ressort en baisse de 0,3 % (de 64 % à 63,7 %).

L'emploi se révèle meilleur que nos anticipations. Le revenu du travail augmente fin janvier de + 2,1 % en termes réels. Cela met un biais à la hausse sur nos estimations de croissance pour les Etats-Unis, d'autant que les indicateurs avancés ressortent en hausse. L'amplification des créations d'emplois constitue par ailleurs un facteur positif pour la confiance des ménages et devrait permettre de limiter la hausse du taux d'épargne. Il convient néanmoins de rester prudent quant à l'accélération constatée récemment, car une partie de celle-ci peut s'expliquer par un effet de correction de l'excès de pessimisme qui prévalait à l'automne 2011. En termes de politique monétaire, l'amélioration de l'emploi diminue la probabilité d'un 3^{ème} quantitative Easing.

■ Pays émergents : le Brésil affiche des signes encourageants

Les indicateurs avancés envoient des signaux divergents pour la Chine et le Brésil. Le PMI officiel manufacturier ressort quasiment stable à 50,5 (vs 50,3 en décembre) mais le PMI HSBC reste en zone de contraction (48,8) en janvier 2012, poursuivant une tendance décroissante. En revanche, les données se révèlent plus favorables pour le Brésil. Le PMI manufacturier a rebondi de 49,1 à 50,6 en janvier 2012. Les perspectives sont donc à la poursuite de la hausse de la production industrielle constatée en décembre 2011 (+ 0,9 %).

L'économie brésilienne affiche des signes de stabilisation, notamment grâce à l'assouplissement de la politique monétaire, débuté dès le mois d'août 2011. Elle bénéficie par ailleurs du rebond des matières premières. En Chine, les PMI et la correction du secteur immobilier signalent que la baisse de la production industrielle

devrait se poursuivre. L'assouplissement monétaire n'a débuté qu'en décembre 2011 et les effets du plan de soutien budgétaire en faveur de la consommation ne peuvent se faire ressentir totalement immédiatement.

MARCHES FINANCIERS : l'aversion au risque continue de baisser

Le sentiment de marché est bien orienté : les anticipations de volatilité implicite sont en baisse simultanément sur les marchés des devises, des actions et des emprunts d'Etat américains.

■ **Marché de taux et des changes : 32 Mds € d'adjudication en zone euro cette semaine**

La détente se poursuit sur le marché des souverains. Le Portugal est parvenu mercredi à émettre 1,5 Mds € à maturité 3 et 6 mois à un taux moyen de respectivement 4,07% et 4,46%. Toutefois, la demande n'aura dépassé que 2,8 fois l'offre sur les titres de maturité 3 mois et 2,6 fois pour celle des titres à 6 mois. Des ratios qui s'avèrent plus faibles que ceux de l'adjudication de janvier alors respectivement 4,1 pour les titres à maturité 3 mois et 3 fois pour ceux à 6 mois. Cette demande moins étoffée de la part des investisseurs illustre le doute qui taraude aujourd'hui ces derniers sur les capacités futures du Portugal à se financer.

Jeudi, la France et l'Espagne ont levé avec succès respectivement 8 Mds € et 4,6 Mds €. Les taux français en ont largement bénéficié avec une baisse de 19 pb du taux 2 ans à 0,55 %. Par ailleurs, le taux 2 ans italien a une nouvelle fois fortement baissé, revenant sous les 3 % pour la première fois depuis mars 2011.

Le succès des émissions et la baisse des primes de risque est à lier aux opérations de liquidité de la BCE. Dans le cas du Portugal, rappelons que les remboursements obligataires pour l'année 2012 s'élèvent à moins de €30 Mds, ce qui est très faible par rapport à ceux de l'Italie, l'Allemagne ou la France.

Forte appréciation des devises « matières premières » Les devises des pays exportateurs de matières premières se sont appréciées sur la semaine, notamment avec la sortie du PMI chinois plus fort que prévu. Les dollars australien et néo-zélandais ont gagné respectivement 1,1% et 1,4% face au dollar. Les dollars australien et néo-zélandais sont respectivement à 2,4 et 4,8 % de leur pic historique face au dollar en termes nominaux. Ils sont désormais chers, eu égard au ralentissement économique mondial.

■ **Crédit : Les spreads sont en voie de normalisation**

Les spreads de crédit poursuivent leur détente : cette semaine, le marché du crédit a continué sa détente entamée au début de l'année. Ainsi, l'indice des CDS des entreprises Investment Grade Europe termine la semaine à 136 pb contre 177 pb atteint début janvier et 208 pb en octobre dernier. Les

valeurs financières surperforment. Nous restons cependant au-dessus des niveaux qui prévalaient avant l'été (95-100 pb). Le marché du haut rendement européen affiche également une belle performance en janvier (- 40 pb à 586 pb contre 874 pb en octobre 2011). Là encore, les niveaux atteints sont supérieurs à ceux de juin 2011 (350-370 pb). Il est intéressant de noter que le marché primaire a également retrouvé des couleurs en janvier après avoir été très atone sur la deuxième partie de 2011.

Il est difficile aujourd'hui d'évaluer l'intensité du ralentissement économique et son impact. Malgré la volonté des gouvernements d'éviter un credit crunch, le risque d'un fort ralentissement de l'offre de crédit existe. La dette des banques senior reste plus attractive que celle des entreprises non-financières

■ **Marchés d'actions : la hausse se poursuit**

Le MSCI Monde enregistre une 7ème semaine de progression d'affilée. Depuis le début de l'année certains marchés émergents en devise locale (Inde, Brésil, Hong Kong) enregistrent des hausses de plus de + 10 %. Il en va de même pour le DAX. La plupart des marchés reviennent sur leur niveau de début août. En Europe, Financières et Cycliques continuent de tirer la tendance. L'indice bancaire a rejoint sa moyenne à 200 jours. Autrement, la saison de publications des résultats bat son plein ; la moitié des sociétés du S&P500 ont reporté et 2 publications sur 3 ressortent supérieures aux attentes, ce qui n'est pas si mal. En Europe, seules 10 % des sociétés ont publié avec un ratio de bonnes surprises de seulement 50 %. Signalons par ailleurs que Facebook a déposé un dossier pour être coté mais ne devrait lever que 5 Mds \$ au lieu des 15 Mds \$ prévus et des 100 Mds \$ de capitalisation potentielle. Enfin, alors que le volume des fusions et acquisitions a fondu de 50 % au mois de janvier, Glencore et Xstrata devraient fusionner renforçant la concentration dans le secteur minier.

Un bon mois de janvier est souvent de bon augure pour le reste de l'année. Plusieurs facteurs d'espoir sont encore devant nous à commencer par la prochaine opération de LTRO, le sommet européen début mars et une accélération probable de l'assouplissement monétaire en Chine. Par ailleurs, le retour des flux est encore timide et laisse là aussi encore un peu de place pour une poursuite du rebond. Reste que pour l'instant le mouvement - qui dure maintenant depuis septembre ou octobre selon les indices - correspond avant tout à une diminution du risque plus qu'à un espoir de forte croissance. L'heure de faire le bilan sur ce point finira par arriver. Nous restons confiant sur le thème des émergents qui profite de la baisse de l'aversion pour le risque, tant sur les actions que sur les devises, et d'une croissance qui se fait rare ailleurs.

■ **Matières premières : expansions monétaires et faiblesse des taux**

L'or renoue avec ses plus hauts de septembre : l'or est à nouveau à la hausse renouant avec ses plus hauts de novembre dernier. La palme revient au platine : + 38 % depuis le début de l'année.

Les métaux bénéficient de l'amélioration attendue des conditions de liquidité au niveau mondial et de la faiblesse des taux réels. Les cours des matières premières promettent de rester soutenus.

Adjudications d'emprunts d'Etat européens	
Date	Pays, montant, maturité (si disponibles)
7 fév.	Allemagne, 4 mois, 5 ans
13 fév.	Italie, court terme
13 fév.	Allemagne, 4 mois, 6 mois
13 fév.	France, court terme
14 fév.	Italie, long terme, 5-9 mois
15 fév.	Portugal, court terme
16 fév.	France, 6-10 mois, long terme
20 fév.	France, court terme
24 fév.	Italie, 1-2 mois, long terme
27 fév.	Allemagne, 3 mois, 12 mois
27 fév.	France, court terme
28 fév.	Italie, 5-8 mois, long terme
29 fév.	Allemagne, 4 mois, 10 ans
1 mars	France, 6-8 mois, long terme
5 mars	France, court terme
7 mars	Allemagne, 4 mois, 5 ans
12 mars	Allemagne, 4 mois, 6 mois
12 mars	France, court terme
13 mars	Italie, court terme
14 mars	Italie, long terme
15 mars	France, long terme
19 mars	France, long terme
20 mars	Allemagne, 5 mois, 2 ans
23 mars	Allemagne, 3 mois, 12 mois
26 mars	France, court terme
27 mars	Italie, long terme

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Avertissement

Achévé de rédiger le 03/02/2012 à 18 heures

Directeur de la publication : Alain Pitous

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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