

Regards sur les marchés

La semaine aura été marquée par les négociations sur la dette grecque qui n'auront finalement pas encore abouti. Mais la liquidité reste au rendez-vous. Depuis le début de l'année, les investisseurs ont réalloué leurs placements monétaires vers les actifs qui avaient subi une décote induite en raison du risque extrême lié à la crise souveraine. La pause observée cette semaine sur les marchés n'est pas surprenante après la forte hausse des dernières semaines et ne remet pas en cause la tendance de fond.

Crise des dettes souveraines : le feuilleton grec continue

Un accord a été trouvé entre les partis de la coalition au pouvoir en Grèce pour un nouveau plan d'austérité de 3,3 Mds € cette année, c'est-à-dire 90 % des coupes budgétaires prévues. Néanmoins, les ministres des finances de la zone euro ont exigé que la Grèce s'engage d'ici mercredi sur 325 millions d'économies supplémentaires sur le budget 2012, un vote au Parlement et un engagement à ce que l'accord soit maintenu après les élections d'avril. En Grèce, les négociations sur de nouvelles mesures de rigueur provoquent de vives tensions sociales et, en particulier, un bras de fer avec les syndicats qui annoncent des actions fortes et notamment de nouvelles journées de grève générale. De plus, le vote au Parlement pourrait être problématique. Par ailleurs, les autorités européennes ont proposé la création d'un compte de séquestre afin d'assurer le refinancement des tombées de dettes sans pour autant mettre les fonds à la disposition du gouvernement grec.

La conclusion de l'accord de décote (PSI) dépend des avancées politiques : les négociations sur la tranche d'aide de la troïka sont étroitement liées à celles sur le plan de décote sur la dette grecque (PSI). Pour l'heure, il est prévu une décote de 70 % par l'échange des obligations actuelles pour des obligations de maturité 30 ans avec un coupon d'environ 3,5 %. La tranche d'aide de la troïka à l'Etat grec lui permettra notamment de gérer l'impact de cette décote sur son système bancaire. Enfin, des rumeurs ont circulé sur une participation de la BCE, qui détient 45 Mds € de dette grecque, à ce plan de décote volontaire. Pour l'instant, Mario Draghi semble simplement laisser ouverte l'option d'abandonner les profits latents réalisés sur les titres grecs qu'elle détient (évalués à 15 Mds €). Il est vrai que, même après implémentation du PSI, l'objectif de ramener la dette de la Grèce à 120 % du PIB d'ici 2020 resterait très difficile à tenir.

En dépit des tergiversations sur la restructuration de la dette grecque qui ont fait douter les marchés en fin de semaine, de nombreux actifs risqués recèlent encore du potentiel.

Indicateurs de marchés

Marchés d'actions	10/02/12	1s	1m
S&P 500	1341	-0.3%	3.8%
Eurostoxx 50	2481	-1.4%	5.7%
CAC 40	3373	-1.6%	5.1%
Dax 30	6693	-1.1%	8.6%
Nikkei 225	8947	1.3%	6.2%
Matières 1 ^{ères} - Volatilité	10/02/12	1s	1m
Pétrole (Brent, \$ par baril)	117	2.4%	3.9%
Or (\$/once)	1718	-0.5%	5.2%
VIX	20.5	2.41	-1.1%
Marché des changes	10/02/12	1s	1m
EUR/USD	1.32	0.2%	3.2%
USD/JPY	78	1.3%	1.0%
EUR/GBP	0.84	0.7%	1.5%
EUR/CHF	1.21	0.1%	-0.3%
Marchés des taux	10/02/12	1s	1m
EOZIA	0.37	-1 pb	--
Euribor 3M	1.06	-4 pb	-20 pb
Libor USD 3M	0.51	-2 pb	-7 pb
Taux 2 ans (Allemagne)	0.24	+4 pb	+7 pb
Taux 10 ans (Allemagne)	1.91	-3 pb	+2 pb
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.27	+4 pb	+3 pb
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.97	+4 pb	--
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	10/02/12	1s	1m
France	+101 pb	+4 pb	-36 pb
Autriche	+102 pb	-2 pb	-31 pb
Pays-Bas	+48 pb	+15 pb	+10 pb
Finlande	+43 pb	-1 pb	-2 pb
Belgique	+167 pb	+6 pb	-88 pb
Grèce	+3100 pb	-126 pb	-247 pb
Irlande	+630 pb	+3 pb	-2 pb
Portugal	+1057 pb	-82 pb	-56 pb
Espagne	+340 pb	+34 pb	-21 pb
Italie	+370 pb	-7 pb	-153 pb
Marchés du crédit	10/02/12	1s	1m
Itraxx Main	+130 pb	+3 pb	-44 pb
Itraxx Crossover	+567 pb	+19 pb	-163 pb
Itraxx Financials Senior	+206 pb	+12 pb	-73 pb

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

L'élargissement de la gamme des collatéraux que la BCE acceptera en échange de liquidité lors du LTRO de 3 ans du 29 février (annonce faite jeudi 9) est une bonne nouvelle dans la mesure où elle permettra à davantage de banques d'en profiter. Le risque de faillite bancaire a ainsi disparu et les investisseurs sont rassurés. Cependant, sur le plan macroéconomique, la question clé demeure de savoir si les banques finiront par utiliser la liquidité offerte pour financer l'économie. Il faut conserver à l'esprit que le crédit reste en panne, que la zone euro est en récession et que les problèmes structurels (compétitivité, gouvernance, etc.) n'ont pas trouvé de solution pérenne.

Dans cet environnement, nous continuons de privilégier :

- côté actions, les marchés émergents et les valeurs bancaires de qualité ;
- côté taux, le crédit et notamment les dettes seniors des banques européennes (maturités courtes) ;
- côté changes, les devises asiatiques face au dollar et le dollar face à l'euro ;
- les investissements décorrélés compte tenu des fondamentaux qui restent fragiles.

Economie

■ Allemagne : chute de la production industrielle en décembre

La production industrielle a diminué de - 2,9 % en décembre (+ 0,9 % sur 1 an). Si la contraction d'activité concerne l'ensemble des secteurs, la construction affiche une baisse particulièrement marquée (- 6,4 %) après un début d'hiver exceptionnellement doux. La production du secteur manufacturier recule pour sa part de - 2,7 %. Sur le quatrième trimestre 2011, la production industrielle reflue de - 1,9 %.

La baisse marquée de la production industrielle en décembre marque un creux d'activité pour l'Allemagne. Les nouvelles commandes manufacturières ressortent en hausse de + 1,7 % en décembre (après - 4,9 % en novembre) et les indicateurs avancés (ZEW, IFO, PMI) se sont stabilisés. L'évolution de la production industrielle devrait donc être moins défavorable lors des prochains mois, permettant à la croissance du PIB de revenir en territoire positif à partir du 2^{ème} trimestre 2012.

■ Zone euro : la BCE élargit la gamme des collatéraux acceptés

A l'occasion du comité mensuel de politique monétaire, Mario Draghi a fait état d'une amélioration à la marge de la conjoncture européenne. Les taux directeurs demeurent au niveau historiquement bas de 1 %. La nouvelle essentielle vient de la politique sur les collatéraux pris en pension. Sept Banques centrales nationales étendent le champ des collatéraux acceptés à un ensemble plus large de prêts bancaires (comme des titres notés BB- au lieu de BBB- auparavant). Les Banques centrales qui ne participent pas sont notamment celles des pays triple A. Notons que ce sont les Banques centrales nationales qui

supporteront le risque inhérent à l'élargissement des collatéraux acceptés. Au final, ces mesures pourraient augmenter d'environ 600 Mds € le volume des collatéraux éligibles, et libérer 200 Mds de liquidités supplémentaires (en tenant compte des décotes sur les titres).

Les propos de Mario Draghi ne sont guère surprenants ; les indicateurs de confiance de la zone ont en effet repris récemment des couleurs. Nous maintenons notre prévision de taux directeurs à 0,5 % à la fin du premier semestre. L'échéance cruciale demeure l'opération de refinancement de long terme du 29 février. A cet égard, l'extension des collatéraux est une bonne nouvelle pour les PME. Quant aux avoirs grecs de la BCE, il est probable que cette dernière décide de les transférer in fine au FESF.

■ Pays émergents : rebond de l'inflation en Chine

L'indice des prix à la consommation affiche une progression de 4,5 % sur un an alors que son augmentation n'était que de 4,1 % en décembre. Cette hausse est majoritairement imputable à la composante nourriture (10,5 % sur un an). Ce phénomène semble en grande partie saisonnier et lié au nouvel an chinois. Les prix à la production continuent en revanche de ralentir pour le 6^{ème} mois consécutif, passant en glissement annuel de 7,5 % en juillet 2011 à 0,7 % en janvier 2012.

Le rebond des prix à la consommation semble temporaire, même si le contexte de surliquidité mondiale est propice à une hausse durable des prix des matières premières. L'inflation devrait ralentir lors des prochains mois (entre 3 % et 4 %). Le rebond plus marqué qu'attendu de l'inflation est clairement de nature à retarder l'assouplissement de la politique monétaire.

Le gouvernement indien annonce une croissance de 6,9 % en 2012. Cette estimation est en ligne avec celle du FMI (7 %). La croissance du PIB de l'Inde était de 10 % en 2010 et de 7,4 % en 2011.

Le ralentissement devrait se poursuivre en 2012, en raison du choc sur la demande finale des pays avancés et du durcissement monétaire opéré en 2011. Néanmoins, la conjoncture devient plus favorable en Inde. La Banque centrale a déjà baissé de 50 pb son taux de réserves obligatoires en janvier 2012. Elle pourrait de nouveau assouplir sa politique avec le tassement attendu de l'inflation. Cependant ce dernier ne durera pas et la Banque centrale dispose en définitive de peu de marges de manœuvre...

MARCHES FINANCIERS

■ **Marché de taux et des changes : monétisation de la dette au Royaume-Uni**

La Banque d'Angleterre (BoE) encore plus offensive. Prenant acte d'une situation économique toujours très fragile au Royaume-Uni, la BoE a annoncé qu'elle achèterait pour 50 Mds de livres d'obligations souveraines (3,3 % du PIB), financés par création monétaire. Ces achats porteront le total des achats de la BoE à 325 Mds (un peu plus de 20 % du PIB).

Cette décision était largement anticipée et la réaction des marchés a été très contenue. Sur la semaine, les taux longs n'ont que très peu baissé et la livre ne s'est quasiment pas dépréciée.

La Banque d'Australie (RBA) calme le jeu. Jugeant que l'économie s'est stabilisée et que l'inflation serait, dans les 2 ans à venir, compatible avec sa cible de 2 à 3 %, la RBA a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 %.

Cette décision a surpris les marchés qui attendaient une baisse. La RBA n'a pas signalé la fin de son cycle de baisse des taux. Très sensible à l'environnement global, elle pourrait à nouveau baisser ses taux directeurs, mais seulement en cas d'aggravation de la crise des dettes souveraines !

L'Espagne revient à la syndication dans la douleur. Pour la première fois depuis mars 2011, l'Espagne a emprunté par le biais d'une syndication plutôt que par un mécanisme d'enchères. Pour cette syndication, les obligations émises portaient sur des maturités 10 ans et les banques impliquées ont exigé une prime de 25 pb par rapport au marché secondaire. L'Allemagne a, quant à elle, émit jeudi 3,3 Mds € à maturité 5 ans à un taux moyen de 0,91 % : le taux de couverture était en forte baisse par rapport à la précédente émission similaire (1,8 contre 2,8 début janvier).

La baisse des primes de risque sur les obligations espagnoles marque une pause, contrairement aux obligations italiennes. Le différentiel de taux, longs et courts, entre l'Italie et l'Espagne continue ainsi à se résorber pour revenir aux niveaux de novembre 2011.

L'euro remonte. Avec les avancées sur le PSI en Grèce, l'euro a poursuivi son appréciation face à de nombreuses devises. Depuis la dégradation de la notation de plus de la moitié des Etats de la zone euro le 13 janvier, il s'est apprécié de près de 5 % face au dollar. Par ailleurs, la volatilité de l'euro a continué à baisser pour revenir aux niveaux du début de l'été dernier (à l'époque l'euro était au dessus de 1,40 \$...).

Dans un scénario de détente, un potentiel de rebond de l'euro existe. Rappelons que fin janvier, les positions spéculatives sur l'euro avaient atteint leur niveau le plus vendeur depuis avril 1999. La simple normalisation de ces positions se traduit naturellement par une remontée de la devise. Mais ce mouvement devrait être de courte durée. Nous continuons de penser que, sur ces niveaux, les risques de baisse de l'euro sont très supérieurs aux risques de hausse.

■ **Crédit : le marché se stabilise**

Le marché du crédit se stabilise. Ainsi, l'indice des CDS des entreprises Investment grade Europe se stabilise à 130 pb contre 177 pb atteint début janvier et 208 pb en octobre dernier. Le segment du haut rendement ** affiche une très belle performance sur ce début d'année (+ 8,2 %). Autre élément positif : la réouverture du marché primaire s'est confirmée sur le segment des émetteurs périphériques financiers et non-financiers. L'appétit des investisseurs pour ce type de dette demeure.

Le crédit a déjà bien performé alors que les incertitudes ne sont pas toutes levées. On a rarement vu un début d'année aussi porteur pour le haut rendement. La classe d'actif continue de bénéficier de la recherche de rendement, dans un environnement de liquidité abondante et de taux obligataires (sur les dettes publiques les plus sûres) très faibles. Avec le LTRO du 29 février, et compte tenu de leur valorisation, nous continuons de penser que la dette des banques senior reste plus attractive que celle des entreprises non financières.

■ **Marchés d'actions : la semaine a mieux commencé qu'elle ne finit**

Les marchés d'actions ont fait preuve cette semaine d'un attentisme bienveillant sur la situation grecque avant de corriger. Même si elle remonte un peu, la volatilité implicite reste cependant assez basse. Aux Etats-Unis, elle se situe aux alentours de 18 sur le VIX, soit les niveaux d'avant Août 2011. En Europe, le V2X (sur l'indice Eurostoxx 50) est un peu plus élevé, autour de 27, mais reste en dessous de sa moyenne à 50 jours. Dans ce contexte, les banques continuent quand même de tirer leur épingle du jeu sur la semaine en progressant de plus de + 1 %. Par ailleurs, les publications de résultats sont toujours mixtes avec plus de bonnes nouvelles côté américain qu'europpéen. Aux Etats-Unis (322 publications) 68 % des entreprises ont surpris positivement contre 50 % en Europe (112 publications). Le consensus des estimations de résultats pour 2012 ressort toujours un peu élevé (+ 10 % aux Etats-Unis et + 7 % en Europe) et les révisions à la baisse devraient se poursuivre, ce qui est d'ailleurs anticipé par les marchés. Les bourses ont encore du potentiel sur le thème de la réduction de l'aversion pour le risque, même si, techniquement, une pause serait amplement justifiée après une hausse moyenne de + 25 % des indices actions depuis fin septembre.

■ Matières premières : le pétrole grimpe

Le prix du baril de Brent a progressé sur la semaine de (+ 1,8 %) en dépassant les 118 \$, plus haut depuis 6 mois. A noter, il s'est ainsi approché (à 88 €) de son niveau record (90 €). La vague de froid qui touche l'Europe augmente la consommation de fuel et donc la demande de pétrole. Les importations chinoises de pétrole (5,5 mb/j) en hausse de 7,4 % par rapport à l'année dernière ont par ailleurs servi de support. Enfin, du côté de l'offre, les tensions persistent (Iran, Nigéria et Soudan). Il convient de suivre de très près l'évolution du prix du baril, notamment en euro. Car cela pourrait peser sur l'inflation de la zone euro dans les mois qui viennent...

Avertissement

Achévé de rédiger le 10/02/2012 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