

Regards sur les marchés

Nouvelle semaine d'indécision sur la Grèce. Le sommet européen des ministres des finances qui devait se tenir mercredi dernier a été repoussé à lundi 20 février.

Les marchés restent bien orientés. Le sentiment positif des investisseurs est alimenté : 1/ par la perspective d'une liquidité abondante (assurée par les banques centrales) et 2/ par les nouvelles macroéconomiques rassurantes aux Etats-Unis et au sein des économies émergentes.

Etant donné la vigueur du rebond des actifs risqués depuis le début de l'année, une pause ne serait pas surprenante.

Crise des dettes souveraines : la Grèce encore et toujours ...

■ Incertitudes sur l'aide à la Grèce :

Malgré l'accord entre les partis de coalition au pouvoir en Grèce sur l'ensemble des mesures d'austérité exigées par la Troïka (Commission-BCE-FMI), les dirigeants européens n'ont pas pu se mettre d'accord sur le déblocage de la seconde tranche d'aide de 130 Mds €. Celle-ci permettrait d'activer le PSI (avec une décote de 70% par échange des titres de dette grecque pour des bons à maturité 30 ans) et d'éviter un défaut désorganisé en mars.

Le ministre des finances allemand (Wolfgang Schäuble) a réclamé des garanties fermes de l'ensemble de la classe politique grecque pour l'implémentation des mesures d'austérité, quel que soit le résultat des élections d'avril (qu'il a par ailleurs appelé à repousser).

On voit se développer dans les cercles favorables à la méthode forte vis-à-vis d'Athènes un discours selon lequel les conséquences d'un défaut désorganisé seraient gérables pour le reste de la zone euro, grâce aux injections de liquidité de la BCE notamment.

La « dernière offre » allemande, proposée le vendredi 17 - avant la réunion de l'Eurogroupe - consiste en une surveillance étroite du gouvernement grec avec la création d'un compte sous séquestre suffisamment doté, en permanence, pour assurer les échéances de sa dette sur les neuf ou douze mois suivants.

La BCE échangerait ses titres de dette grecque contre de nouveaux qui ne seraient pas soumis à une décote en cas de mise en place de CAC (clauses d'action collective). Ce mécanisme d'échange favoriserait également la rétrocession au gouvernement grec des plus values à venir sur les titres que la BCE détient via les banques centrales et gouvernement nationaux.

Indicateurs de marchés

Marchés d'actions	17/02/2012	1s	1m
S&P 500	1359	1.2%	5.0%
Eurostoxx 50	2520	1.6%	5.2%
CAC 40	3440	2.0%	5.2%
Dax 30	6848	2.3%	8.1%
Nikkei 225	9384	4.9%	10.8%
Matières 1 ^{ères} - Volatilité	17/02/2012	1s	1m
Pétrole (Brent, \$ par baril)	119	2.0%	6.8%
Or (\$/once)	1722	0.0%	4.2%
VIX	18.2	-3.64	-5.05
Marché des changes	17/02/2012	1s	1m
EUR/USD	1.32	-0.3%	3.3%
USD/JPY	79	2.2%	3.2%
EUR/GBP	0.83	-0.7%	0.3%
EUR/CHF	1.21	-0.2%	-0.2%
Marchés des taux	17/02/2012	1s	1m
EONIA	0.37	+1 pb	-1 pb
Euribor 3M	1.04	-3 pb	-18 pb
Libor USD 3M	0.49	-1 pb	-7 pb
Taux 2 ans (Allemagne)	0.25	+1 pb	+7 pb
Taux 10 ans (Allemagne)	1.93	+2 pb	+13 pb
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.29	+2 pb	+7 pb
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2.01	+3 pb	+16 pb
Écarts de taux 10 ans vs	17/02/2012	1s	1m
Allemagne			
France	+108 pb	+7 pb	-24 pb
Autriche	+109 pb	+7 pb	-16 pb
Pays-Bas	+51 pb	+3 pb	+19 pb
Finlande	+47 pb	+4 pb	+13 pb
Belgique	+168 pb	+1 pb	-70 pb
Grèce	+3246 pb	+146 pb	+44 pb
Irlande	+628 pb	-2 pb	-13 pb
Portugal	+1034 pb	-23 pb	-211 pb
Espagne	+333 pb	-7 pb	-2 pb
Italie	+365 pb	-5 pb	-106 pb
Marchés du crédit	17/02/2012	1s	1m
Itraxx Main	+140 pb	+5 pb	-23 pb
Itraxx Crossover	+616 pb	+19 pb	-75 pb
Itraxx Financials Senior	+226 pb	+7 pb	-30 pb

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Moody's dégrade massivement la zone euro. L'agence a abaissé la note souveraine de l'Italie (A3), de Malte (A3), du Portugal (Ba3), de la Slovaquie (A2) et de la Slovénie (A2) d'un cran, et celle de l'Espagne de deux crans (A3). Une perspective négative est attachée à chacune de ces notes. Par ailleurs, Moody's menace le Aaa de l'Autriche, de la France et pour la première fois du Royaume-Uni. En ce qui concerne la France, Moody's se justifie en affirmant que le déficit primaire figure parmi les plus importants des pays Aaa.

Du côté de Moody's, ce n'est pas une surprise. Si l'agence a dégradé la note de six pays, elle a néanmoins tenu à préciser que la volonté des autorités européennes de préserver l'union monétaire et de mettre en œuvre toutes les réformes nécessaires pour restaurer la confiance des investisseurs avait permis de limiter l'ampleur des ajustements de notes. En creux, ceci signifie qu'un enlèvement conduirait sans doute l'agence à poursuivre ses dégradations de notations.

Le 2ème plan d'aide à la Grèce devrait voir le jour. Un défaut grec en mars est donc improbable même s'il ne faut pas sous-estimer les risques liés aux exigences allemandes. Ceci dit, même dans le meilleur des cas, il faut garder à l'esprit que la stratégie actuelle permet seulement de gagner du temps.

L'embellie est fragile : rester exposé au « actifs risqués » mais en conservant des stratégies dé-corrélées.

Economie

■ Le scénario d'une récession modérée confirmé en zone euro

Le PIB de la zone euro s'est contracté de 0.3% t/t au T4 2011 (+0,7% sur un an). Les disparités entre pays sont très marquées. **En France**, le PIB a augmenté (+0.2% t/t) malgré un déstockage massif des entreprises ; la consommation résiste (+0.2% t/t) et l'investissement est étonnamment dynamique (+0.9% t/t) dans un contexte de durcissement des conditions de crédit. **En Allemagne**, le PIB s'est contracté de 0.2% t/t. Les composantes ne sont pas encore précisément connues. On sait simplement que la consommation et le commerce extérieur ont pesé tandis que l'investissement a continué de progresser (principalement dans la construction). A noter, la croissance sur un an reste plus élevée en Allemagne qu'en France (+2,0% vs +1,4%). **En Italie**, le PIB a chuté de -0.7% t/t (-0,5% sur un an), en ligne avec ce qu'annonçaient les enquêtes PMI et la production industrielle. **En Espagne**, la croissance a été confirmée à -0.3% t/t (+0,3% sur un an) avec un recul généralisé des composantes du PIB.

En France, la progression du PIB s'explique surtout par la normalisation de la production après la crise japonaise qui avait perturbé l'activité aux T2 et T3 2011 (secteur automobile). L'évolution récente de la production industrielle laisse supposer que la croissance sera négative au T1 ; l'amélioration de l'environnement financier devrait permettre une stabilisation du PIB au T2. En Allemagne, l'évolution de la production laisse supposer que la contraction se poursuit au T1 ; la remontée des

indicateurs avancés suggère en revanche un rebond dès le T2. En Italie, les tensions financières de la fin 2011 devraient se traduire par une nouvelle contraction au T1 ; l'apaisement financier devrait permettre une stabilisation au 2nd semestre. En Espagne, le retard dans l'exécution budgétaire en 2011 oblige à un effort supplémentaire : nous tablons désormais sur un repli du PIB de 1% en 2012. La croissance de la zone euro devrait ressortir légèrement négative en 2012 (-0.2%).

En mars, la BCE ne devrait que peu réviser à la baisse sa prévision de croissance (actuellement à 0.3% pour 2012). Les tensions financières se sont certes apaisées mais le crédit reste en panne. Nous continuons donc, à ce stade, de tabler sur une baisse de 50pb de son principal taux directeur (à 0,5%). La croissance de la zone euro va rester faible du fait de l'austérité budgétaire généralisée et les pressions désinflationnistes (hors énergie) sont probablement durables. L'impact des deux opérations LTROs à 3 ans sur la distribution de crédit lors des prochains mois sera déterminant pour la poursuite de la baisse des taux de la BCE.

Croissance en berne au Japon : le PIB s'est contracté au T4 2011 (-0,6% sur le trimestre soit -1,0% sur un an). Le déficit de la balance commerciale et le déstockage massif des entreprises (induit indirectement par les inondations en Thaïlande) ont lourdement pesé sur la croissance. En revanche, on note que la demande intérieure tient bon, tant du côté de la consommation que de l'investissement.

Les pressions déflationnistes se sont accentuées. Nous tablons néanmoins sur un rebond de l'activité en 2012, avec une prévision de croissance inchangée à 1,7% (reconstitution des stocks, soutien apporté par les dépenses de reconstruction). La politique de la BoJ devrait peser sur le yen et soutenir les exportations.

■ Pays émergents : données favorables dans les BRICs

Des données économiques favorables en Russie et au Brésil. Les ventes de détail ressortent stables au Brésil en décembre, en progression de +6.7% sur un an. La production industrielle en Russie a rebondi de +2.4% g.a. en décembre 2011 à +3.8% g.a. en janvier 2012.

Les assouplissements monétaires opérés en Russie et au Brésil au S2 2011 portent leurs fruits. Les dernières données publiées et la stabilisation des indicateurs avancés sont en ligne avec notre scénario de ralentissement économique graduel des grands pays émergents. Le rebond des matières premières nous conduit même à réviser de +1,7% à 3,0% notre prévision de croissance 2012 pour la Russie.

Inde : l'inflation tombe sous la cible de la RBI. L'inflation a ralenti de 7.5% g.a. en décembre à 6.6% g.a. en janvier. Les effets de bases sur les prix des matières premières expliquent largement ce mouvement.

Au deuxième trimestre 2012, les effets de base devraient devenir moins favorables surtout si le prix du pétrole continue de monter. La baisse actuelle de l'inflation en Inde pourrait faciliter une baisse des taux en mars mais ensuite une poursuite de l'assouplissement monétaire serait plus compliquée à gérer.

MARCHES FINANCIERS

■ Volatilité : des investisseurs trop confiants ?

Les volatilités implicites (devises, actions) restent faibles.

Dans la zone euro toutefois, la volatilité implicite 12 mois n'est toujours pas revenue sur son niveau de l'été dernier, contrairement au VIX américain.

Le sentiment des investisseurs se maintient en faveur du redéploiement du risque. Mais les périodes de faible aversion au risque sont aussi celles de plus grande vulnérabilité vis-à-vis d'une mauvaise surprise. Une remontée de la volatilité est probable dans les semaines à venir.

■ Marché de taux et des changes : vers un retour de la guerre des changes ?

La Banque du Japon (BoJ) assouplit un peu plus sa politique monétaire. La BoJ a annoncé qu'elle achèterait 10 trillions de yens supplémentaires d'obligations souveraines (soit 2,1% du PIB nippon, ou encore environ 100 Mds €). Par ailleurs, la BoJ a décidé de mettre en place une cible explicite d'inflation à 1% « pour le moment ».

L'annonce de la BoJ a surpris les marchés et permis d'affaiblir le yen mais elle ne devrait pas avoir d'impact sur les taux à long terme : ils sont trop faibles pour baisser davantage.

Emissions réussies en Europe malgré Moody's. Alors que l'agence Moody's a dégradé l'Espagne et l'Italie respectivement de 2 et 1 crans (à A3 tous les deux), ces pays ont réussi à émettre sans problème. L'Espagne a émis pour un montant total de 9,4 Mds € sur la semaine avec des taux de couverture supérieurs à 2 pour chaque émission. Mardi, l'Italie a émis 6 Mds € à maturité 3 et 5 ans avec des taux de couverture supérieurs aux émissions de janvier. Enfin, malgré la mise sous perspective négative de son Aaa, la France a émis sans encombre 8,5 Mds d'obligations nominales (maturité 2, 3 et 5 ans) et 1,7 Mds d'obligations indexées à l'inflation (maturités supérieures ou égales à 10 ans).

Cette semaine encore, l'Espagne a plus souffert que l'Italie. En cas de résolution du problème grec, les obligations italiennes nous semblent toujours offrir davantage de potentiel que les obligations espagnoles grâce à des fondamentaux économiques plus solides.

Le dollar a profité de la faiblesse de l'euro et du yen. L'euro a souffert des nouvelles tergiversations au sujet du plan d'aide à la Grèce. Pour sa part, le yen s'est déprécié suite à l'annonce de la BoJ. Enfin, plusieurs banques centrales émergentes auraient procédé des achats de dollars pour lutter contre l'appréciation de leur devise.

La dépréciation de l'euro sur la semaine illustre sa forte sensibilité à la crise souveraine. En l'absence de solution durable, nous continuons de penser que l'euro pourrait se déprécier davantage. De leur côté, les pays émergents continuent de craindre que l'extension du bilan des banques centrales des pays développés ne nourrisse davantage la hausse de leurs devises. On voit poindre de nouveau le thème de la guerre des changes.

■ Crédit : marché attentiste

Après un fort écartement en début de semaine, les spreads de crédit se sont resserrés à partir de jeudi. Les indices terminent donc la semaine à l'équilibre. Les inquiétudes sur la Grèce expliquent en partie ce mouvement. La volatilité reste élevée sur les financières. La liquidité sur le marché secondaire reste faible et fragile malgré la forte dynamique du marché primaire. Du côté des agences de notations, Moody's a prévenu qu'elle pourrait abaisser les notes de 17 grandes banques mondiales et de 114 institutions financières européennes, témoignant de l'impact de la crise de la dette souveraine sur le système financier.

Le resserrement des spreads depuis le début de l'année a été important et rapide. Mais le marché du crédit reste nerveux. La crise grecque et le LTRO du 29 février seront des facteurs déterminants.

■ Marchés d'actions : la hausse l'emporte

Après 7 semaines de hausse interrompue de mi-décembre à début février, le MSCI Monde qui avait fait une courte pause la semaine dernière (-0,3%) a renoué avec la hausse dès cette semaine (+1,3% du 10 au 17 février). **Cette hausse s'est généralisée aux principaux indices MSCI** (+1,2% pour les Etats-Unis, +1,8% pour l'Europe et les Emergents et surtout +4,4% au Japon). **Tokyo** a été dopé en particulier par les mesures d'assouplissement inattendues de la BoJ et l'affaiblissement du yen; ainsi, l'augmentation du programme de rachat d'obligations souveraines japonaises a soutenu les financières (+5,8%) alors que la baisse de la devise a bénéficié aux exportatrices (automobile +5,0%). En **Europe**, la semaine avait démarré sur une note incertaine (crise grecque, dégradations de Moody's, fin de l'interdiction des ventes à découvert des titres bancaires dans plusieurs pays). Mais elle s'est achevée finalement à la hausse

suite à des rumeurs à partir de jeudi après midi sur un compromis avec la Grèce qui serait finalement signé lundi 20. Dans ce contexte, les financières se sont classées en tête des hausses (+2,9%), devant les cycliques (+2,1%) et les défensives (+1,5%). **Aux Etats-Unis** (+1,2%), l'industrie et les matériaux de base (+0,5% chacun) ont sous performé en relatif, alors que l'Automobile et la Tech, tirées respectivement par GM, Apple et Microsoft, ont surperformé.

Les marchés d'actions demeurent en mode « risk on ». La perspective d'une avancée prochaine sur la crise grecque, la mobilisation des banques centrales et la croissance hors Europe étant de nature à favoriser un retour des flux et une réduction de l'aversion au risque.

■ **Matières premières : une prime de risque géopolitique sur le pétrole**

Le prix du pétrole dépasse 120\$ le baril. En euro, la montée est plus spectaculaire. A 92 €, il a atteint en fin de semaine son pic historique (datant de juillet 2008). En revanche, les autres matières premières ne montent pas sur la semaine (métaux industriels en repli de 2,3%).

La dichotomie pétrole/métaux illustre que la montée du prix du baril est avant tout de nature géopolitique. D'un côté, cette hausse profite naturellement aux pays exportateurs (Russie en particulier, cf. plus haut). Dans les grands pays avancés, elle est, en revanche, un facteur qui menace à la fois de pousser à la hausse l'inflation et de peser sur l'activité économique.

Avertissement

Achévé de rédiger le 17/02/2012 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