

I OMEGAMO

Analyses et perspectives mensuelles

1. Scenario macro économique et financier

Croissance

Les dernières prévisions économiques de l'OCDE font état d'une croissance mondiale à 3,3% pour 2017, versus 2,9% en 2016. Selon ces prévisions, la croissance des Etats Unis atteindrait 2,3% en 2017, celle de la Chine ralentirait à 6,4% en 2017, celle de l'Inde accélérerait à 7,6%, le Brésil aurait une croissance à zéro en 2017. Le Japon afficherait une croissance de 1% en 2017. Toujours selon l'OCDE, la croissance du Royaume Uni en 2017 ralentirait à 1,2%.

En zone Euro, la croissance est robuste. Au quatrième trimestre 2016, la croissance du PIB par rapport au trimestre précédent a été révisée à +0,4% (identique à celle du T3), portant la croissance à +1,7% pour l'ensemble de l'année 2016, en faible progression par rapport à la croissance de +1,6% réalisée en 2015. La BCE a révisé à la hausse sa prévision de croissance du PIB de la zone Euro à +1,8% en 2017 (versus +1,7% précédemment) et à +1,7% en 2018 (versus +1,6% précédemment) et +1,6% en 2019 (inchangé). La prévision de l'OCDE ressort elle à +1,6% en 2017.

Les données d'enquête confirment le dynamisme de l'activité : l'indice PMI-composite définitif de l'activité du secteur manufacturier et des services (confiance des directeurs d'achat) pour la zone Euro s'est redressé en février 2017 à 56,0 points (versus 54,4 en janvier 2017), soit un plus haut depuis 70 mois. La croissance théorique du secteur privé induite serait de +0,6% au premier trimestre 2017. Les créations d'emplois atteignent un point haut de près de 10 ans. Des disparités géographiques au sein de la zone néanmoins demeurent. Le PMI des services s'est établi à 55,6 en février (versus 53,7 en janvier) soit son plus haut niveau depuis mai 2011, tandis que le PMI manufacturier a pour sa part progressé à 55,4 en février (versus 55,2 en janvier), la production, les nouvelles commandes et l'emploi progressent dans tous les pays à l'exception de la Grèce. Le secteur manufacturier bénéficie à l'export de l'affaiblissement de l'Euro et du raffermissement de la demande domestique grâce aux créations d'emploi et au recul du chômage.

Les facteurs suivants sont plutôt favorables à l'activité dans notre zone :

En zone Euro, la remontée du taux d'utilisation des capacités de production des entreprises, l'amélioration de la profitabilité des entreprises et la mise en œuvre du Plan Juncker favorisent l'investissement. Celui-ci accompagne la dynamisation de la consommation, facilitée par la flexibilité dans l'interprétation du Pacte de Stabilité et de Croissance qui permet des politiques budgétaires moins restrictives. Le modèle de croissance de notre zone devient davantage auto-entretenu, celle-ci est principalement alimentée par des facteurs internes.

La baisse du chômage en zone Euro favorise l'amélioration de la confiance, donc la consommation et l'investissement. En janvier 2017, il s'est établi à 9,6% (inchangé par rapport à décembre). Toutefois, dans ce domaine aussi, les disparités géographiques sont fortes (3,8% en Allemagne, 9,7% en France métropolitaine, 18,2% en Espagne, 23% en Grèce).

Les taux d'intérêt demeurent très bas, dans le cadre d'une politique monétaire très accommodante, contribuant à l'amélioration progressive du crédit privé, tout en réduisant le coût du service de la dette pour les Etats pour l'instant.

La distribution de crédit poursuit lentement son amélioration. Sur un an en janvier 2017, les prêts aux entreprises non financières ont augmenté de +2,3% (comme en décembre 2016) et les prêts aux ménages ont augmenté de +2,2% (versus +2,0% en décembre 2016).

Le niveau modéré de l'Euro contre dollar actuellement autour de 1,06 favorise nos entreprises exportatrices.

Les prix des matières premières et de l'énergie demeurent globalement bas. Le prix du pétrole (actuellement en retrait à 52 dollars pour le baril de Brent sous la pression de la hausse récente des stocks aux Etats Unis, mais venant de 28 dollars courant janvier 2016) constitue à son niveau actuel un bon compromis, en atténuant les pressions sur la zone émergente, ce qui permet aux entreprises exportant vers ces zones d'en bénéficier, sans asphyxier les économies domestiques européennes.

La zone émergente tend effectivement à se stabiliser et ses perspectives s'améliorent sous l'influence de la remontée du prix du pétrole et des matières premières qui est favorable aux pays producteurs. Néanmoins la situation en Amérique Latine, notamment au Brésil semble évoluer moins favorablement que prévu.

La croissance du PIB de la Chine s'est établie à +6,7% pour l'ensemble de l'année 2016. Pour l'exercice 2017, l'objectif officiel de croissance annuelle a été abaissé à +6,5%. L'affaiblissement possible des exportations et de l'investissement manufacturier en 2017 devrait être partiellement compensé par la progression de la consommation privée et des services, qui demeurent sous la contrainte du fléchissement observé de la hausse des salaires. L'économie chinoise confirme son ralentissement progressif, sans choc majeur, grâce à la forte intervention des autorités, y compris pour

normaliser le fonctionnement du Yuan. Pour 2017, l'objectif de déficit budgétaire est maintenu à 3% du PIB, inchangé par rapport à l'an dernier, l'objectif de croissance de la masse monétaire M2 est réduit à +12%, versus +13% en 2016.

Les facteurs suivants sont plutôt défavorables à l'activité dans une notre zone :

Les tensions politiques pesant sur la confiance des ménages et des entreprises s'amplifient en Europe. Au Royaume Uni, les modalités du Brexit demeurent floues et la croissance de l'économie devrait ralentir malgré la forte dépréciation du Sterling, avec une hausse de l'inflation. Dans l'immédiat, l'économie britannique est plutôt résiliente avec une croissance du PIB au T4 2016 qui a atteint 0,6%, portant la hausse du PIB à 2% pour l'ensemble de l'année 2016. Les prix à la consommation ont augmenté de 1,9% en rythme annuel en janvier 2017 (versus +1,6% en décembre). En Italie, l'échec du référendum constitutionnel ouvre une période qui devrait conduire à de nouvelles élections générales tandis que la Commission européenne menace le pays d'ouvrir une procédure en déficit excessif. La perspective des élections aux Pays Bas, en France et en Allemagne peut jouer un rôle de temporisation des décisions de certains agents économiques, qui craignent le renforcement des partis euro-sceptiques. Le dossier grec, dans le cadre des négociations en cours entre ce pays, le FMI et ses créanciers européens, revêt une forte dimension politique et devra être surveillé. Dans l'ensemble de la zone, le terrorisme constitue une menace pour la confiance.

Le secteur bancaire européen, notamment en Italie et en Allemagne, chacun avec ses spécificités, est en cours de restructuration, ce qui le rend plus particulièrement vulnérable aux taux d'intérêt négatifs.

La croissance de l'économie américaine bénéficie moins qu'attendu à la zone Euro.

La croissance réalisée au quatrième trimestre 2016 a ralenti à +1,9% en rythme annualisé, après +3,5% au T3. La croissance du PIB US est ainsi ressortie à seulement +1,6% pour l'ensemble de l'année 2016. L'indice ISM manufacturier de février a progressé à 57,7 (versus 56 en janvier). Le sous-indice des nouvelles commandes est en forte hausse passant de 60,4 en janvier à 65,1 en février. Le taux de chômage a reculé à 4,7% en janvier 2017 (versus 4,8% en janvier). Le nombre de créations d'emplois dans le secteur non agricole a atteint en février +235 000 (versus +227 000 en première estimation et +238 000 en chiffre révisé en janvier), avec un taux de participation de 63,0% (versus 62,9% en janvier). Le salaire horaire moyen en février a augmenté de +0,2% sur un mois (versus +0,1% en janvier) soit +2,8% sur un an. L'inflation (CPI) a progressé à +0,6% en janvier 2017 par rapport au mois précédent (versus +0,3% en décembre 2016) et s'établit à +2,5% en rythme annualisé. L'indice core CPI s'est établi à +0,3% en janvier 2017 (versus +0,2% en décembre) et affiche une progression en rythme annualisé de +2,3% en (versus +2,2% en décembre 2016). La Fed, qui a laissé ses taux directeurs inchangés début février 2017, dans l'attente de la nouvelle politique budgétaire américaine, laisse entendre qu'elle devrait remonter ses taux directeurs en mars. Dans son Livre beige publié début mars, la Fed mentionne une aggravation des pénuries de main d'œuvre dans certaines

régions contribuant à faire grimper les salaires. Les incertitudes issues de la mise en place de la Présidence Trump ainsi que certaines de ses premières décisions peuvent avoir des répercussions négatives sur l'activité du reste du monde.

Au Japon, la reprise de l'activité demeure faible, même si le chiffre de la croissance au T4 2016 à été révisé à la hausse à +1,2% en taux annualisé grâce notamment à une accélération des dépenses d'investissement, qui ont progressé à leur rythme le plus rapide depuis 3 ans. Cette croissance de l'activité reste insuffisante pour générer une inflation durable, surtout si la montée du protectionnisme aux Etats Unis devait dissuader les entreprises exportatrices japonaises d'augmenter les salaires. Le Japon continue à contribuer faiblement à la croissance du PIB mondial. Il continue d'alimenter la liquidité mondiale grâce à la poursuite de la politique non conventionnelle de sa banque centrale qui défend un taux d'intérêt cible à 10 ans égal à zéro, et ajuste ses montants d'intervention dans le cadre de son QE en fonction de cet objectif.

La croissance du commerce international, qui a péniblement atteint 1,9% en 2016, est inférieure à celle du PIB mondial et pourrait encore pâtir de l'inspiration protectionniste tous azimuts de la nouvelle Administration américaine.

Inflation et politique monétaire

La prévision d'inflation de la BCE pour la zone Euro a été révisée à la hausse à +1,7% en 2017 (versus +1,3% précédemment), +1,6% en 2018 (versus +1,5% précédemment) et +1,7% en 2019 (inchangée).

L'inflation estimée par Eurostat sur un an en février 2017 en zone Euro a progressé à +2,0% (versus +1,8% en janvier 2017). L'estimation d'inflation dite "core", hors prix de l'énergie et de l'alimentation, s'est établie à +0,9% en février (inchangée par rapport à janvier). Le prix de l'énergie a augmenté de +9,2% sur un an en février (versus +8,1% en janvier). Les prix dans le secteur de l'alimentation-alcool-tabac auraient été en hausse de +2,5% sur un an en février (versus +1,8% en janvier), les prix dans les services auraient augmenté de +1,3% sur un an en février (versus +1,2% en janvier), et les prix dans le secteur des biens industriels non énergétiques auraient été en hausse de +0,2% sur un an en février (versus +0,5% en janvier). L'anticipation d'inflation à 5 ans dans 5 ans s'établit à +1,71% au 9 mars (versus un point haut récent à +1,8% atteint fin janvier), proche de la cible de 2% de la BCE. Les agrégats monétaires présentent par ailleurs des taux de progression sur un an en janvier 2017 : +4,9% pour M3 (versus +5,0% en décembre) et +8,4% pour M1 (versus +8,8% en décembre).

Des tensions pourraient commencer à apparaître, dues à la hausse des prix des achats dans le secteur manufacturier, en liaison avec l'affaiblissement de l'Euro, qui commenceraient à être répercutés sur les prix de vente. La résorption en cours des excédents de capacités de production dans l'industrie manufacturière en zone Euro

devrait prendre le relais du prix de l'énergie et des matières premières pour abonder la reflation. Mais l'entrée -ou non- dans un cycle d'inflation auto entretenue dépendra de l'élasticité de la consommation à la hausse des prix et du pricing power des entreprises. La question de la modification éventuelle des comportements des agents économiques après plusieurs années de crainte de déflation se pose, et rend plus complexe à ce stade les prévisions d'inflation.

La BCE continue de mettre en œuvre une politique monétaire accommodante et des mesures de soutien à la distribution de crédit. Lors de sa conférence de presse du 9 mars, Mario Draghi a maintenu inchangés ses taux directeurs en territoire négatif pour le taux de dépôt à -0,40%, et il a confirmé la poursuite du QE jusqu'en décembre 2017 ou au-delà si nécessaire (pas de changement formel de « Forward Guidance »), en réduisant à 60 milliards par mois au lieu de 80 milliards les achats mensuels à partir d'avril 2017.

Toutefois, en officialisant la fin du risque de déflation et en relevant ses prévisions d'inflation globale tout en mentionnant l'atonie pour l'instant de l'inflation « core », Mr Draghi a signifié le caractère peu probable de nouvelles mesures d'assouplissement (pas de nouveau TLTRO prévu pour les banques notamment). La possibilité d'une remontée des taux directeurs de la BCE, avant la fin du QE, a en revanche été évoquée.

La hausse de l'inflation pourrait mettre sous pression la BCE à la fin du premier semestre 2017 et la conduire à commencer d'esquisser l'après QE en 2018.

En bref, notre opinion macro

La croissance de l'activité en zone Euro devrait se poursuivre à un rythme modéré. L'investissement, qui complète la contribution de la consommation, progressera lentement. Les effets possibles du Brexit, du risque politique en zone Euro et de l'élection de Donald Trump seront à surveiller. L'inflation, tout en demeurant basse, pourrait augmenter davantage qu'attendu dans ce nouveau contexte. La politique monétaire de la BCE demeurera très accommodante.

2. Conclusions sur les principales classes d'actifs

Ce scénario macro-économique continue d'inciter à une prudence modérée, avec une opinion haussière concernant la progression des marchés d'actions et une opinion baissière concernant celle des marchés obligataires.

Tableau de bord :

Macro	
Taux de croissance France (g.a)	+1,20%
Taux de croissance Zone Euro (g.a)	+1,70%
Production Industrielle Zone Euro (g.a)	+2,00%
Inflation France (g.a)	+1,20%
Inflation Zone Euro (g.a)	+2,00%
Inflation 5 ans dans 5 ans anticipée par le marché	+ 1,67%
Taux BCE de refinancement	0,00%
Eonia anticipé à 1 an	-0,23%
Taux de chômage France	10%
Taux de chômage Zone Euro	9,6%

Dernières données connues au 06/03/17, sources Eurostat, EGAMO

Marchés	
Eonia	-0,35%
Taux 2 ans Etat France	-0,51%
Taux 5 ans Etat France	0,08%
Taux 10 ans Etat France	0,97%
Spread France 10 ans / Allemagne 10 ans	62,3
Spread Italie 10 ans / France 10 ans	120,0
Spread Espagne 10 ans / France 10 ans	76,3
Spread Barclays Euro Agregate Corporate	121,0
Taux de change Euro/USD	1,058
Euro stoxx (dividende net réinvesti)	676,7
CAC 40 (dividende net réinvesti)	12281,7

Dernières données connues au 06/03/17, sources Eurostat, EGAMO

Définitions

g.a : glissement annuel

Taux de croissance : variation sur un an glissant du PIB en volume désaisonnalisée, donnée trimestrielle, source Eurostat

Production Industrielle : variation sur un an glissant, hors construction, ajustée des jours ouvrables, données mensuelles, source Eurostat

Inflation : variation sur un an glissant de l'indice des prix à la consommation harmonisé, donnée mensuelle, source Eurostat

Inflation 5 ans dans 5 ans : Swap d'inflation à 10 ans / Swap d'inflation à 5 ans, source EGAMO

Eonia anticipé à 1 an : Eonia à 1 an sur la courbe swap euro, source EGAMO

Taux de chômage : en % de la population active, donnée mensuelle, source Eurostat

Spread : écart de taux, exprimé en points de bases

Avertissement

Ce document est destiné à des clients institutionnels.

Il présente un caractère informatif. Il ne peut être diffusé et/ou reproduit sans l'accord préalable et exprès d'EGAMO.

Les informations contenues dans le présent document sont le reflet de l'opinion d'EGAMO élaborée à partir de sources considérées fiables. Ces informations sont fournies exclusivement à titre informatif et indicatif, elles ne constituent en aucun cas un engagement contractuel de la part d'EGAMO qui ne pourrait être tenue responsable des conséquences de l'utilisation de ces informations par un tiers. Ces informations sont susceptibles d'évoluer et d'être modifiées à tout moment et sans aucun préavis.

Ce document ne peut pas être assimilé à une sollicitation d'achat et/ou de vente et/ou à un conseil en investissement sur un produit ou service financier.

Il est rappelé que les éventuelles performances citées ont trait aux années écoulées et que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

A solid orange vertical bar is positioned to the left of the word "Egamo".

Egamo

Tour Maine Montparnasse
33, avenue du Maine
BP 149 – 75755 Paris Cedex 15
+ 33 (0) 1 40 47 48 24
contact@egamo.fr