

Regards sur les marchés

Document destiné principalement à des professionnels | Hebdomadaire | www.societegeneralegestion.fr

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Le marché du travail toujours aussi vigoureux. L'ISM manufacturier revient en zone d'expansion.

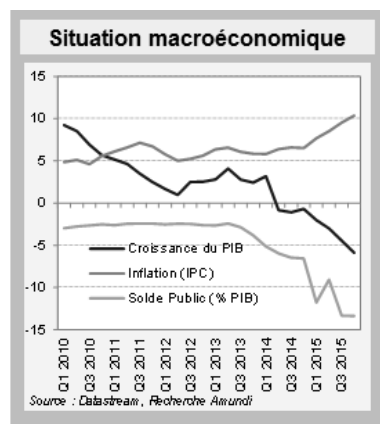
Zone euro : Inflation légèrement négative en mars. En Espagne, dérapage du déficit public 2015 par rapport à l'objectif.

Pays émergents : Croissance du PIB à 4 % pour 2015.

Marchés : Taux américains en nette baisse et tendance baissière continue du dollar. Stabilisation des spreads de crédit en Europe et aux États-Unis et comparaisons sur les marchés d'actions brouillés par la remontée de l'euro.

> L'événement

Brésil : échec et mat(hs) ?



La probabilité de destitution de l'actuelle Présidente Dilma Rousseff a fortement augmenté. Depuis plus d'un an le pays est plongé dans une crise politique sans commune mesure en raison de scandales liés à des affaires de corruption. Toutefois depuis 2-3 semaines, les choses ont pris une nouvelle tournure avec l'arrestation de l'ex-Président Lula accusé d'avoir reçu des pots de vin et profité d'un certain nombre d'avantages en nature qui lui ont été offerts en raison de son statut. A peine quelques jours après les auditions de Lula, l'actuelle Présidente Dilma Rousseff proposait un poste de chef de cabinet à son mentor. Nul doute que cette proposition avait pour objectif d'offrir à Lula l'immunité gouvernementale. Toutefois, cette nomination a été de suite annulée par un juge qui disposait d'écoutes téléphoniques où les deux protagonistes évoquaient clairement leurs intentions. Alors que la probabilité de destitution de Dilma Rousseff en raison de maquillage des

comptes publics avant les élections avait baissé, la procédure de destitution est aujourd'hui revenue au centre des débats. En effet, mardi, la plupart des Ministres affiliés au PMDB, principal parti de la coalition, ont annoncé leur intention de quitter le Gouvernement dans les jours qui viennent. Outre la difficulté de gouverner sans coalition pour la Présidente, cela se traduit par une baisse du nombre de députés qui aurait voté contre la poursuite de la procédure de destitution à la mi-avril à la Chambre Basse. L'objectif des opposants de Dilma Rousseff et de son parti le PT est sans doute de la contraindre à la démission. Toutefois, eu égard à la « personnalité » de l'actuelle Présidente et de son parcours, il y a fort à penser qu'elle ne se laisse pas faire. Aussi, la destitution reste donc a priori le seul moyen de l'évincer. Rappelons cependant que cette procédure sera longue et qu'elle aboutira au mieux à l'été. En attendant, il semblerait que Dilma Rousseff et son mentor Lula soient repartis en campagne sous le thème du « coup d'état » pour rallier des supporters et éviter la destitution. Il s'agit maintenant de calculs et de négociations politiques. Rien n'est donc encore joué et Dilma Rousseff n'est pas encore échec et mat(hs) !.

Quand bien même Dilma Rousseff serait destituée, le Brésil ne sera pas pour autant sorti d'« affaires ». Si la procédure de destitution arrivait à son terme, le Vice-Président Michel Temer, membre du PMDB, prendrait la relève. Sa tâche ne sera pas aisée que ce soit d'un point de vue politique ou économique. En effet, bien que Michel Temer ne soit formellement mis en cause dans aucune affaire, de nombreux membres de son parti le sont déjà et notamment Edouardo Cunha actuel Président de la Chambre Basse. Par ailleurs, la publication officielle d'une liste de 200 noms de politiciens de tous bords ayant reçu des dons de la part d'une des plus grandes entreprises de construction du pays dont la nature n'exclut pas qu'ils soient illégaux ne fait que jeter l'opprobre sur l'ensemble des acteurs politiques. Dans un tel contexte, il sera extrêmement difficile pour le Vice-Président de former un Gouvernement d'unité nationale et ce d'autant que le pays est en proie à une récession d'ampleur marquée -le PIB s'est contracté de près de 4 % en 2015- et que les finances publiques se dégradent à grande vitesse -la dette a augmenté de 20 points de pourcentage de PIB en moins de deux ans atteignant près de 80 % du PIB et que le pays ne peut compter sur des facteurs externes (environnement de prix bas des matières premières, ralentissement de la Chine) qui lui seraient favorables.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

L'inflation est restée légèrement négative en mars. L'Espagne rate largement son objectif de réduction du déficit en 2015. Les prix à la consommation reculent en mars de - 0,1 % sur un an (en ligne avec les attentes, après - 0,2 % en février). L'indice des prix hors énergie et alimentation est, pour sa part, en hausse de 1 % (contre 0,9 % attendu et 0,8 % en février) tandis que les prix des services rebondissent assez fortement (+ 1,3 % contre + 0,9 % en février). L'indicateur de **Sentiment Economique** de la Commission Européenne recule, pour sa part, pour le 3ème mois consécutif à 103 (contre 103,8 attendu et 103,9 en février), soit son plus faible niveau depuis un an. Enfin, **l'Espagne** a annoncé un **déficit public** de 5,2 % du PIB en 2015, soit nettement plus que la cible de 4,2 % convenue avec la Commission Européenne (mais tout de même moins que le 5,9 % de 2014). L'inflation va se maintenir à un niveau très faible au 1er semestre, puis remonter progressivement à partir de l'été en raison d'effets de base liés au prix du pétrole. L'inflation hors pétrole et alimentation ne devrait que très peu accélérer. L'indicateur de Sentiment Economique ne confirme pas le message de stabilisation envoyé par les autres grandes enquêtes de conjoncture (IFO et PMI), sachant que cette persistance de l'incertitude pourrait encore retarder la reprise de l'investissement. Enfin, des facteurs politiques (réticence à poursuivre l'austérité avant les élections de fin 2015) ont freiné la réduction du déficit espagnol. La crédibilité du pays vis-à-vis des investisseurs s'en trouve fragilisée, d'autant plus qu'il n'y a toujours pas de gouvernement en mesure de définir les grandes orientations de politique économique pour les années à venir. Les achats de la BCE devraient cependant suffire, à court terme du moins, à limiter les dégâts en termes de rendements souverains.

■ Etats-Unis

Le marché du travail toujours aussi vigoureux. L'économie américaine a créé 215 000 emplois en mars (contre 205 000 prévu et 245 000 en février). Les chiffres des créations d'emplois de janvier et février n'ont été que très peu révisés. Cependant, le taux de chômage remonte légèrement à 5 % (contre 4,9 % en février) en partie en raison d'une hausse du taux de participation à 63 % (62,9 % en février). La hausse annuelle du salaire moyen s'établit à 2,3 %, inchangée par rapport à un chiffre de février légèrement révisé en hausse. L'ISM Manufacturier rebondit à 51,8 (contre 51 prévu et 49,5 en février), revenant ainsi en territoire positif pour la première fois depuis septembre. Sa composante nouvelle commande, à 58,3, est au plus haut depuis novembre 2014. Le marché de l'emploi n'a pratiquement pas été affecté, au 1er trimestre, par les tensions de marché et la résurgence des doutes sur la poursuite de la reprise américaine. Sans être l'indicateur le plus avancé du cycle économique, cette bonne dynamique de l'emploi constitue tout de même une puissante force de rappel face au risque de récession. On note la remontée régulière, depuis six mois, du taux de participation, à présent au plus haut depuis février 2014, ce qui contribue probablement à limiter au moins temporairement la hausse des salaires.

■ Japon

En février, après cinq mois consécutifs de baisse, les dépenses des ménages ont augmenté de 1,2 % en glissement annuel, notamment grâce à l'impact de l'année bissextile. En fait, cette annonce a créé la surprise, car hormis en avril et en août 2015, les dépenses ont été négatives depuis que l'administration Abe a décidé de relever la TVA en avril 2014. Plus précisément, les dépenses non cycliques, comme de soins médicaux et d'éducation, ont augmenté, tandis que celles liées à l'habillement sont restées modestes. Parallèlement, les ventes de détail n'ont augmenté que de 0,5 % en glissement annuel, ne reflétant pas ainsi les dépenses de consommation en raison de la baisse continue des dépenses dans l'alimentation et les boissons. Compte tenu de l'anémie de la consommation, le PIB est morose au premier trimestre. Les données préliminaires de la production manufacturière en février ont fait état d'un recul de 6,2 % en glissement mensuel, le plus marqué depuis le séisme. Nous attendons de voir si les prévisions optimistes des entreprises manufacturières se concrétisent (mars : 3,9 %, avril : 5,3 %).

■ Chine

L'indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois de mars est ressorti à un niveau nettement plus élevé que prévu, à 50,2 (vs. un consensus de 49,3 et un chiffre précédent de 49). C'est la 1^{ère} fois qu'il dépasse le seuil de 50 (synonyme d'expansion) depuis août 2015. L'indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin pour le mois de mars est ressorti au-dessus des attentes, à 49,7 (vs. un consensus de 48,3 et un chiffre antérieur de 48,0). L'amélioration notable de l'indice PMI manufacturier officiel chinois en mars 2016 est due à deux facteurs : l'augmentation de la production (52,3 en mars vs. 50,2 en février) qui témoigne d'une accélération de l'activité manufacturière, et l'accroissement des nouvelles commandes (51,4 en mars et 48,6 en février), qui sont désormais nettement en territoire expansionniste. Comme nous l'avons déjà dit dans nos précédentes éditions, la légère détérioration de l'indice manufacturier en janvier et en février n'était que temporaire et nous avons tablé sur une embellie d'ici un mois ou deux. Finalement, les chiffres se sont améliorés dès le mois de mars. Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux, une prévision qui n'est pas celle du consensus, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement des politiques prises en 2015, et des mesures monétaires et budgétaires agressives à prévoir en 2016 et au-delà.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux américains en nette baisse, après les propos très prudents de Janet Yellen lors d'un discours le 29 mars (« The Outlook, Uncertainty, and Monetary Policy »). Le taux 10 ans américain a perdu 13 pb pour finir la semaine à 1,77 %. En Europe, les spreads souverains se sont très légèrement réduits. Le taux 10 ans italien, actuellement à 1,22 %, n'est plus que 10 bp au-dessus de son plus bas historique. La pression baissière sur les taux européens sera extrêmement forte en avril avec l'augmentation du rythme du QE de 60 à 80 Mds € par mois et des émissions nettes de titres souverains très négatives. Aux Etats-Unis, même si nous pensons que la Fed poursuivra son cycle de resserrement de fed funds au T2, les taux longs ne remonteront que faiblement.

■ Taux de change

Le dollar poursuit sa tendance baissière. Le taux de change effectif du dollar suivi par la Fed a perdu 1,1 %. La parité EUR/USD est repassée au-dessus de 1,14 pour la première fois depuis le mois d'octobre : notons qu'elle est dans la fourchette 1,05 – 1,15 depuis plus d'un an. C'est essentiellement les propos très prudents de Janet Yellen lors d'un discours le 29 mars qui ont affaibli le dollar. La parité EUR/USD devrait reperdre un peu de terrain, avec la crédibilisation de la poursuite du cycle de resserrement de fed funds sur la deuxième partie de l'année.

■ Crédit

Les spreads se sont stabilisés en Europe et aux États-Unis au cours des derniers jours. En début de semaine, le recul des prix du pétrole s'est répercuté sur les spreads mais les déclarations accommodantes de la précédente de la Fed Mme Yellen mardi se sont traduites par une tonalité plus favorable. A l'heure où nous

écrivons, les spreads sont assez stables par rapport à leurs niveaux de vendredi dernier. Les facteurs techniques semblent également favorables : la collecte des fonds investis en produits de spreads a globalement repris, en particulier dans la zone euro, alors que l'accélération de l'activité sur le marché primaire confirme une résurgence de la demande des investisseurs et une amélioration des conditions de liquidité. Le message accommodant de la présidente de la Fed, qui a répété que la normalisation des taux serait progressive, a atténué certaines incertitudes soulevées par les déclarations d'autres membres du FOMC la semaine précédente. Les propos de Mme Yellen sont donc favorables aux perspectives des obligations d'entreprise, en particulier sur le plan des facteurs techniques (les flux). Les marchés du crédit européen et américain ont terminé le 1er trimestre sur des performances positives : les obligations HY en euro ont effacé le terrain perdu précédemment (plus bas atteint à la mi-février) et ont terminé le 1er trimestre sur une performance totale positive proche de 2 %. Ce sont les obligations IG en euro qui ont enregistré le gain le plus fort, avec une performance totale de quasiment 2,5 %. Si, dans le cas de la zone euro, le facteur déclencheur du rebond a été le train de mesures de la BCE, aux États-Unis c'est plutôt le redressement des prix du pétrole qui a servi de catalyseur, en particulier pour les titres spéculatifs. Ces derniers avaient bien plus souffert que leurs homologues européens jusqu'à la mi-février mais ils ont terminé le trimestre sur une performance totale proche de 3 %. Les obligations IG ont également surperformé aux États-Unis.

■ Actions

La remontée de l'euro brouille les comparaisons. A jeudi soir, le MSCI World AC progressait de + 0,8 % en monnaies locales depuis le début de la semaine, dont + 1,2 % aux États-Unis et + 0,7 % pour la zone euro. Exprimées en USD, ces performances étaient toutefois fort différentes avec + 1,7 % pour l'indice Monde et + 2,8 % pour la zone euro. En d'autres termes, les variations monétaires ont lourdement pesé. Ainsi, en ramenant l'ensemble des performances en USD, les Emergents l'emportent avec + 3,0 % (+ 1,3 % en local), devançant la zone euro (+ 2,8 % en USD et + 0,7 % en Euro), les États-Unis (+ 1,2 %) et le Japon (- 1,3 % en USD et -1,5% en JPY). Plus largement, sur l'ensemble du trimestre, la zone euro a baissé de 6,9 % (en EUR), ce qui constitue son plus mauvais début d'année depuis le T1 2009. Ce mauvais départ peut cependant être relativisé. Ainsi, exprimées en monnaies communes, les performances de la zone euro ne sont pas très éloignées des États-Unis (respectivement - 6,9 % et - 4,3 % en Euro ou - 2,3 % et + 0,4 % en USD). Par ailleurs, le T1 ne préjuge pas de l'ensemble de l'année. Ainsi, 2009 et 2013 ont connu des départs difficiles mais se sont au final avérées très soutenues (respectivement + 23,1 % et + 20,3 % sur douze mois). A l'inverse, malgré un démarrage en trombe (+ 18,5 %), 2015 s'était achevé sur une note plus neutre (+ 7,7 %). Au final, comme évoqué à de nombreuses reprises depuis quelques mois, l'affaiblissement du dollar bénéficiant mécaniquement aux marchés américains et émergents mais pénalisant l'Europe et le Japon, ceci nous a conduit à réduire l'ampleur de nos paris géographiques. Ce retard initial du Japon et de la zone euro devrait toutefois peu ou prou se combler d'ici la fin de l'année. Quant aux marchés émergents, ils ont confirmés jusque-là leur statut d'outsider 2016. La stabilisation des prix du pétrole et l'arrêt de l'appréciation du dollar ont été des catalyseurs puissants, d'autant que ces marchés étaient survendus et peu chers. Pour que ce rebond devienne durable, des progrès plus structurels devront cependant être accomplis, qu'il s'agisse de la stabilisation de la Chine ou des matières premières, afin que ces marchés émergents deviennent moins tributaires de la Fed et plus liés au redémarrage de leurs profits.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2060	1,2%	4,1%	0,8%
Eurostoxx 50	2920	-2,2%	-2,5%	-10,6%
CAC 40	4264	-1,5%	-3,2%	-8,0%
Dax 30	9685	-1,7%	-0,3%	-9,8%
Nikkei 225	16164	-4,9%	0,5%	-15,1%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	837	3,0%	11,1%	5,4%
Matières premières - Volatilité	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	39	-4,2%	5,2%	3,9%
Or (\$/once)	1215	-0,1%	-1,4%	14,5%
VIX	14	-0,8	-3,8	-4,3
Marché des changes	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,14	1,9%	4,7%	4,8%
USD/JPY	112	-0,9%	-1,7%	-7,1%
EUR/GBP	0,80	1,3%	2,8%	8,5%
EUR/CHF	1,09	0,1%	0,8%	0,5%
Marchés des taux	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,30	+5 bp	-7 bp	-18 bp
Euribor 3M	-0,25	--	-4 bp	-11 bp
Libor USD 3M	0,63	--	-1 bp	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,49	--	+8 bp	-14 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,13	-5 bp	-2 bp	-50 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,76	-11 bp	-8 bp	-29 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,77	-13 bp	-6 bp	-50 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+33 bp	-3 bp	-3 bp	-3 bp
Autriche	+20 bp	-1 bp	-9 bp	-7 bp
Pays-Bas	+20 bp	-2 bp	+6 bp	+4 bp
Finlande	+27 bp	-6 bp	-3 bp	-2 bp
Belgique	+36 bp	-4 bp	-11 bp	+2 bp
Irlande	+59 bp	-5 bp	-17 bp	+6 bp
Portugal	+279 bp	+1 bp	-8 bp	+90 bp
Espagne	+131 bp	-4 bp	-3 bp	+17 bp
Italie	+109 bp	-3 bp	-15 bp	+12 bp
Marchés du crédit	01/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+75 bp	-2 bp	-21 bp	-3 bp
Itraxx Crossover	+310 bp	-10 bp	-80 bp	-5 bp
Itraxx Financials Senior	+91 bp	-3 bp	-13 bp	+15 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 1/04/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide**

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Régulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

SOCIETE GENERALE GESTION

90, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR - 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP-09000020

societegeneralegestion.fr