

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Les ventes au détail d'avril surprennent à la hausse.

Zone euro : Croissance du PIB au T1 un peu moins forte que le chiffre estimé fin avril.

Japon : Confiance des entreprises et des ménages atones pour le mois d'avril.

Chine : Les statistiques économiques chinoises sont ressorties globalement en ligne avec les anticipations en avril.

Marchés : Les taux des pays développés en légère baisse ; le yen a perdu du terrain face au dollar ; les indices cash euro se sont légèrement écartés cette semaine ; marchés d'actions plutôt calmes dans un contexte de poursuite de la hausse des prix du pétrole.

> L'événement

Brésil : ce n'est qu'un au-revoir Dilma ?



Après plus de vingt heures de session, le Sénat a finalement délivré son verdict : Dilma Rousseff est suspendue pour une période minimale de six mois (180 jours) voir au-delà (i.e la fin de son mandat si elle est destituée par la Cour Suprême). Ce vote clôt plus de six mois d'instabilité politique et devrait être dans un premier temps salué par les marchés. Même si l'actuelle Présidente aura la possibilité de se défendre devant la Cour Suprême, ses chances de revenir au pouvoir semblent bien faibles. Dans tous les cas, quand bien même Dilma Rousseff serait destituée, le Brésil ne sera pas pour autant sorti d'affaire. En effet, nul doute que pour le futur remplaçant de Dilma Rousseff, Michel Temer, le Vice-Président actuel, la tâche est lourde. Sur le plan politique, il va devoir constituer un gouvernement d'unité nationale, ce qui est d'autant plus délicat que de nombreux membres de son parti, le PMDB, font également l'objet d'enquêtes pour corruption dont Eduardo Cunha.

Sur le plan économique, les défis sont tout aussi, voire plus, difficiles. Michel Temer et son gouvernement vont devoir sortir le pays de la récession alors même qu'ils ne disposent d'aucune marge de manœuvre monétaire ou budgétaire. L'inflation (9,3 % en ga) même si elle tend à baisser demeure encore bien au-dessus de la borne supérieure de la cible affichée par la BCB (6,5 %) et ce malgré un taux d'intérêt directeur à 14,25 % et le déficit public est aujourd'hui supérieur à 10% du PIB de sorte que la dette devrait avoisiner les 80 % du PIB à la fin 2016. En outre pour éviter toute nouvelle chute du Réal, le nouveau gouvernement va devoir convaincre les investisseurs internationaux. Si des annonces en termes de politiques monétaire et budgétaire sont faites, le marché pourrait se montrer acheteur. Mais nul doute que ces annonces devront être suivies d'effets. Or pour Michel Temer, une consolidation budgétaire massive au moment même où le chômage grimpe pourrait ne pas être approuvée par l'opinion publique et conduire à de nouvelles manifestations.

Il risquerait ainsi de faire baisser ses chances d'être élu aux prochaines élections (même s'il a mentionné à plusieurs reprises qu'il ne souhaitait pas être candidat aux prochaines présidentielles, il n'aura peut-être pas vraiment le choix) mais aussi dans tous les cas celles de son parti. Reste donc à savoir ce que choisira Michel Temer : la remise en l'état de l'économie de son pays ou le maintien des chances du PMDB de prendre le pouvoir aux prochaines élections ?

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Grèce

Progrès dans les négociations avec les créanciers. Le Parlement grec a adopté, dans la nuit du 8 au 9 mai, un train de mesures d'austérité parmi lesquelles figurent des réductions de retraites et des hausses de cotisations et d'impôts (surtout pour les revenus élevés et moyens). L'Eurogroupe (réunion des ministres des finances de la zone euro) qui s'est tenu le 9 mai a fait savoir que ce vote constituait une étape importante en vue du déblocage d'une tranche d'aide de 5 mds € (nécessaire pour rembourser, notamment, une importante échéance due à la BCE le 20 juillet). Il faut, cependant, encore que la Grèce accepte un plan prévoyant l'application automatique de mesures d'austérité supplémentaires au cas où elle n'atteindrait pas ses objectifs budgétaires (surplus « primaire » c'est-à-dire avant paiement des intérêts, de 3,5 % du PIB en 2018). Les négociateurs espèrent trouver un accord le 24 mai. Par ailleurs, des discussions officielles ont été initiées au sujet d'une restructuration de la dette grecque (via des aménagements de maturité et de taux d'intérêt). Le dossier grec avance, même si tous les blocages ne sont pas encore résolus. Le FMI, en particulier, est dubitatif sur les mesures votées par le Parlement grec et sur la capacité du pays à tenir ses engagements budgétaires. Les modalités exactes de sa participation au plan d'aide restent très incertaines. Cependant, côté européen, la volonté est très forte de ne pas déclencher de nouvelle « crise grecque » à une période où les risques politiques (avant tout le Brexit et, dans une moindre mesure, l'incertitude politique espagnole et la possibilité que l'Espagne et le Portugal se voient imposer des amendes pour violation des règles budgétaires européennes) s'accumulent et alors que la Grèce est en première ligne dans la crise des réfugiés. Nous pensons qu'un accord, au moins partiel, sera trouvé pour permettre au pays de faire face à ses échéances immédiates. La restructuration de la dette, si elle est politiquement importante, n'aura que peu d'effet pour desserrer les contraintes de liquidité de la Grèce dans l'immédiat : les prêts européens ne sont remboursables qu'à partir de 2023 et sont déjà assortis de taux d'intérêt très faibles (avec, pour certains d'entre eux, une franchise de paiement pendant plusieurs années.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Les ventes au détail d'avril surprennent à la hausse. Les ventes au détail ont progressé, en avril, de + 1,3 % (contre 0,8 % attendu et après un repli de - 0,3 % en mars). Les ventes au détail « Control Group » (représentative de la consommation des ménages telle que comptabilisée dans le PIB) sont, pour leur part, en hausse de + 0,9 % (après une progression révisée en hausse à + 0,2 % en mars). Le marché du travail reste très robuste. Le nombre de postes ouverts au recrutement a dépassé les attentes en mars (5,76M contre 5,45 attendu et après 5,61 en février). Le taux de recrutement a cependant légèrement reculé à 3,7 %. Les taux de démission et de licenciement sont restés inchangés sur le mois, à, respectivement, 2,1 % et 1,2 %. Cependant, les demandes hebdomadaires d'allocations-chômage ont touché un plus haut de plus d'un an, à 294 000. Les ventes au détail sont très volatiles et doivent être interprétées avec prudence. Elles sont cependant un signe que le rythme de la consommation personnelle tel qu'évalué dans la 1ère estimation du PIB du T1 (+ 1,9 %, en rythme annualisé) sous-estimait probablement la tendance. Le niveau élevé des postes ouverts au recrutement relativise la décélération des créations d'emplois reflétée par le rapport sur l'emploi d'avril. Il est vrai que, dans un contexte de quasi plein-emploi, la baisse du taux de recrutement peut être un signe que les employeurs commencent à avoir du mal à trouver des candidats adaptés aux postes proposés.

■ Japon

En avril, l'enquête *Economic Watchers*, qui évalue le sentiment des entreprises en contact direct avec les consommateurs, a témoigné d'une certaine atonie. L'indice de diffusion actuel est retombé à son plus bas niveau depuis novembre 2014 en raison de la faiblesse des ventes de détail dans les grands magasins, de vêtements et d'automobiles. Outre cette tendance négative sur le plan de la consommation, les indices de confiance ont aussi souffert du tremblement de terre à Kyushu. Les ventes décevantes de voitures dans le sillage de la fraude de Mitsubishi Motors sur les tests d'émissions ont aussi pénalisé les concessionnaires et les équipementiers. L'indice de diffusion futur a également cédé du terrain, ce qui renforce les incertitudes pour le 2^e trimestre de l'année. Malgré la perspective d'une accélération du tourisme et des dépenses d'investissement, l'impact du tremblement de terre se fait également ressentir dans ces secteurs. Les indices de confiance des entreprises et des consommateurs resteront donc un point essentiel dans les prochains mois.

■ Zone euro

Croissance du PIB au T1 (+ 0,5 %) un peu moins forte que le chiffre estimé fin avril (+ 0,6 %). Notons que, concernant l'Allemagne, si le détail des composantes n'est pas encore disponible, le communiqué officiel indique que la consommation, l'investissement et la construction ont apporté une contribution positive, tandis que la contribution du commerce extérieur a été négative en raison d'une hausse des importations supérieure à celle des exportations. Concernant l'Italie, pays pour lequel les détails ne sont pas non plus disponibles, la croissance du T4 2015 est également révisée en hausse à + 0,2 % contre + 0,1 % précédemment. La France avait déjà, fin avril, indiqué le détail des composantes de la croissance de son PIB au T1 (notamment un fort rebond de la consommation des ménages). Ces chiffres trimestriels, volatils, ont été gonflés par des facteurs temporaires (hiver doux qui a favorisé la construction, rattrapage de la consommation en France, affecté par les attaques terroristes fin 2015). Lissée sur 4 trimestres, la croissance est même en légère décélération (1,5 %, contre 1,6 % au cours des trois trimestres précédents). Nous pensons que la reprise va se poursuivre, mais rester lente : à partir de maintenant, l'effet positif de la baisse de l'euro et du pétrole va progressivement se dissiper alors que la situation fondamentale (marché de l'emploi, cycle de crédit) ne s'améliore que très progressivement. L'horizon sera tout de même plus dégagé si les obstacles politiques de milieu d'année (surtout le référendum britannique) peuvent être franchis avec succès.

■ Chine

Les statistiques économiques chinoises sont ressorties globalement en ligne avec les anticipations en avril. Les réserves de change du pays ont augmenté de 7,1 milliards USD en avril, contre une précédente hausse de 10,3 milliards, signe de la poursuite de l'amélioration. S'agissant des statistiques du commerce, la croissance des exportations en glissement annuel (GA) en avril est ressortie légèrement inférieure aux prévisions, à -1,8 % (vs. un consensus de 0 % et un chiffre précédent de 11,5 %), tandis que la croissance en GA des importations a également surpris à la baisse, à -10,9 % (vs. un consensus de - 4 % et un chiffre précédent de - 7,6 %). Sur le front des prix, l'IIPC d'avril en GA a été conforme aux anticipations du consensus et est resté identique au chiffre précédent à 2,3 % et l'IPP a été plus élevé que prévu (ce qui est une bonne nouvelle), à - 3,4 % (vs. un consensus de - 3,7 % et un chiffre précédent de - 4,3 %). Cela fait sept mois que nous affirmons que la Chine s'approche de son creux et les dernières statistiques publiées continuent de corroborer notre opinion à rebours du consensus, à savoir une stabilisation à court terme. Ce qu'il faut surtout retenir, c'est l'amélioration de l'IPP sur 8 mois consécutifs. Nous pensons toujours que l'économie chinoise s'approche de son creux (elle se stabilise) et que cette tendance va perdurer en 2016 et 2017, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement prises en 2015, et des mesures monétaires et budgétaires radicales à prévoir en 2016 et au-delà. Toutefois, une reprise en forme de U nous semble improbable, et comme les autorités cette semaine, nous anticipons plutôt une reprise en forme de L accompagnée d'une croissance dans une fourchette raisonnable, d'une stabilisation de la politique et d'une réforme de la politique d'offre.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés en légère baisse. Le taux 10 ans allemand a ponctuellement touché la barre des 0,10 %. Les spreads souverains sont quasiment inchangés, l'écart de taux 10 ans entre l'Espagne et l'Italie d'une part et l'Allemagne d'autre part finissant la semaine aux alentours de 145 et 135 pb respectivement. L'actualité « banque centrale » est un peu moins chargée en mai, sans comités de politique monétaire pour la BCE ni la Fed. La réalisation du PSPP continuera de peser sur la courbe allemande, la Bundesbank devant vraisemblablement de plus en plus acheter des titres de maturité plus élevée. Les ajustements apportés au PSPP au-delà de mars 2017, fin théorique du PSPP, devraient devenir un thème de marché à partir de cet été.

■ Taux de change

Le yen a perdu du terrain face au dollar, la parité USDJPY revenant vers 109, notamment avec les interventions verbales de plusieurs officiels japonais. Les parités EUR/USD et USD/CNY sont restées globalement stables sur la semaine. Notons que le rythme de baisse du taux de change effectif chinois a ralenti dernièrement. Le dollar et l'euro devraient rester relativement stables en termes effectifs sur les semaines à venir. L'agenda du mois de juin sera bien plus chargé qu'en mai avec entre autres le conseil des gouverneurs de la BCE le 2, le FOMC le 15 et le vote au Royaume-Uni sur l'appartenance à l'Union Européenne le 23. Un vote en faveur de la sortie de l'Union Européenne pénaliserait la livre mais il est intéressant de noter que la BoE n'attribue que la moitié de la dépréciation de la livre depuis son pic de novembre aux incertitudes sur le "Brexit". Une partie significative de la livre provient du ralentissement de l'économie britannique, indépendamment des incertitudes sur le Brexit. Autrement dit, un cas de victoire du "remain", la livre rebondirait mais ce rebond serait limité.

■ Crédit

Les indices cash euro se sont légèrement écartés cette semaine. Il convient de noter que le resserrement des spreads depuis les annonces de la BCE est significatif. Les indices euro IG et euro HY se sont respectivement resserrés de 15 et de 67pb avec une sous-performance des émetteurs financiers. L'activité sur le marché primaire IG s'est fortement accéléré ces dernières semaines. Le marché primaire très actif a pesé sur les marchés du cash. La maturité moyenne des nouvelles émissions a augmenté. Avec un rendement qui avoisine aujourd'hui 1 % sur l'euro IG, les entreprises, éligible au programme de la BCE, sont fortement incitées à venir se financer sur le marché euro. Les entreprises non-européennes sont également concernées : « Les instruments de dette émis par des sociétés constituées dans la zone euro dont la société mère ultime n'est pas établie dans la zone euro sont également éligibles aux achats dans le cadre du CSPP ». La vigilance est de mise car les profils de risque des entreprises sont différents d'une zone géographique à une autre. Et, les fondamentaux ne doivent pas être oubliés dans un environnement où la recherche de rendement est exacerbée.

■ Actions

Marchés d'actions plutôt calmes dans un contexte de poursuite de la hausse des prix du pétrole. La saison des résultats est maintenant bien avancée. Aux Etats-Unis, sur 450 publications de sociétés (du S&P500), le taux de surprises positives est de 75 % sur les résultats. En Europe, sur 370 publications, 56 % ont surpris positivement sur les résultats. Au Japon, sur 1390 publications, le taux de surprises positives ne ressort qu'à 38 %. Clairement, les marchés d'actions ont pour l'instant du mal à s'extraire de la bande de fluctuation dans laquelle ils évoluent depuis environ 2 ans. Le marché américain manque d'arguments pour casser ses plus hauts historiques. L'Europe est prise en otage par la question du référendum sur le Brexit. Le Japon fait face à de premières déceptions en matière de résultats d'entreprises. Et le rebond des marchés émergents butte sur la question de la pérennité de la reprise chinoise. Les arbitrages sur les marchés d'actions restent pour l'instant davantage de nature tactique plutôt que cyclique.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2064	0,3%	-0,9%	1,0%
Eurostoxx 50	2947	0,3%	-3,0%	-9,8%
CAC 40	4304	0,1%	-4,2%	-7,2%
Dax 30	9914	0,5%	-1,1%	-7,7%
Nikkei 225	16412	1,9%	0,2%	-13,8%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	807	0,2%	-4,4%	1,6%
Matières premières - Volatilité	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	48	5,0%	7,8%	27,8%
Or (\$/once)	1267	-1,6%	2,0%	19,4%
VIX	15	0,0	0,9	-3,5
Marché des changes	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,13	-0,7%	0,4%	4,3%
USD/JPY	109	1,9%	-0,2%	-9,5%
EUR/GBP	0,79	-0,4%	-0,8%	6,8%
EUR/CHF	1,10	-0,5%	1,2%	1,4%
Marchés des taux	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,34	-1 bp	--	-22 bp
Euribor 3M	-0,26	--	-1 bp	-13 bp
Libor USD 3M	0,63	--	--	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,51	-	+1 bp	-17 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,14	-	+2 bp	-49 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,78	+4 bp	+3 bp	-27 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,74	-4 bp	-2 bp	-53 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+35 bp	-3 bp	+1 bp	-1 bp
Autriche	+21 bp	-3 bp	-	-7 bp
Pays-Bas	+22 bp	-2 bp	-	+6 bp
Finlande	+28 bp	-2 bp	-2 bp	-1 bp
Belgique	+39 bp	-3 bp	+1 bp	+5 bp
Irlande	+69 bp	-8 bp	-2 bp	+17 bp
Portugal	+303 bp	-14 bp	-7 bp	+115 bp
Espagne	+148 bp	+3 bp	+15 bp	+34 bp
Italie	+135 bp	-	+18 bp	+39 bp
Marchés du crédit	13/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+78 bp	-2 bp	+3 bp	-
Itraxx Crossover	+325 bp	-6 bp	+9 bp	+10 bp
Itraxx Financials Senior	+97 bp	-3 bp	+2 bp	+21 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achévé de rédiger le 13/05/2016 à 15 heures** - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - 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