

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Légère révision en hausse de la croissance du PIB au T1.

Zone euro : Indicateurs du climat des affaires mitigés, stables dans l'ensemble.

Marchés : Semaine relativement calme sur les marchés obligataires et des changes. Resserrement des spreads de crédit et rebond des marchés actions.

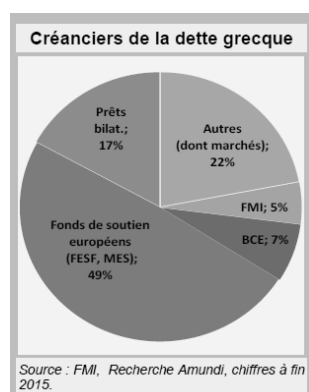
> L'événement

Nouvelles crise grecque évitée : un obstacle de moins pour la zone euro cet été

L'Eurogroupe du lundi 24 mai a tenu son principal objectif, qui était de trouver un accord permettant d'éviter une nouvelle crise entre la Grèce et ses créanciers internationaux cet été.

Les ministres des finances de la zone euro ont, en effet, approuvé le déblocage d'une tranche d'aide de 10,3 Mds €, dont 7,5 Mds seront versés en juin afin de couvrir les besoins immédiats du pays (dont une importante échéance de remboursement à la BCE en juillet). Cet accord fait suite à l'approbation, par le Parlement grec, les 9 et 22 mai, d'une série de décisions portant notamment sur des hausses d'impôts, des baisses de retraites, la création d'un fonds de privatisation et le traitement des créances douteuses des banques. Surtout, les députés grecs ont accepté le principe de nouvelles mesures d'austérité déclenchées automatiquement à partir de 2018 au cas où le pays n'atteindrait pas son objectif budgétaire de surplus primaire (3,5 % du PIB). Ce dernier point était nécessaire pour garder ouverte la possibilité (mais pas la certitude) d'une participation du FMI au plan d'aide, une exigence allemande. Enfin, le principe d'un aménagement à venir de la dette grecque, réclamé par le FMI, est accepté par les Européens (mais sans effacement de principal) sachant que les détails n'en sont pas encore précisés et qu'il n'interviendra qu'après la fin du plan d'aide (mi-2018).

Pas de nouvelle crise grecque s'ajoutant au *Brexit* dans l'immédiat...



La Grèce ne pourra pas tenir tous ses objectifs, toutes les divergences de vue entre le FMI et les Européens n'ont pas été aplanies et il y aura, à l'avenir, d'autres négociations tendues. **Mais l'essentiel est que celles-ci n'aient lieu que plus tard, c'est-à-dire surtout après le résultat et les suites immédiates imprévisibles du référendum britannique du 23 juin.** Une nouvelle crise grecque cet été, susceptible d'être amplifiée par la forte exposition du pays dans les récents mouvements de réfugiés, aurait compliqué la coordination des gouvernements et institutions de la zone euro en cas de victoire du *Brexit*. Ceci d'autant plus que l'Espagne connaîtra également, à cette période, de nouveaux soubresauts politiques (élections le 26 juin, sans certitude qu'une majorité parlementaire puisse être trouvée). Par ailleurs, le report à après mi-2018 des aménagements apportés à la dette grecque (même s'il faudra en préciser, en principe, les détails fin 2016) vise

également à éviter que ce sujet s'invite trop dans la campagne électorale allemande du 3^e trimestre 2017.

...et probablement pas non plus à horizon 2-3 ans.

D'ailleurs, même au-delà de ces prochaines échéances, il est peu probable de voir la Grèce générer, à moyen terme, un épisode de tensions aussi vives qu'en 2015. Rappelons qu'en raison de sa structure très spécifique, la dette grecque (dont plus des deux tiers sont dus aux gouvernements européens, et assortis de taux d'intérêt très faibles et de maturités très longues) exerce en réalité des contraintes de liquidités bien plus faibles que ce que pourrait laisser supposer son poids par rapport au PIB (environ 180 %), critère que même le FMI a accepté de faire passer au second plan (au profit des besoins de financement) dans les négociations. Les problématiques de remboursement ne porteront, au cours des prochaines années, que sur des montants que l'aide européenne peut aisément couvrir. La condition pour cela est que les Européens continuent de juger l'attitude politique de la Grèce suffisamment conciliante. Les Grecs, pour leur part, ont montré en 2015, qu'entre deux maux, ils préféreraient encore le renforcement de l'austérité (qui a de moins en moins le vent en poupe auprès des institutions et gouvernements européens de toute façon) qu'une sortie de la zone euro. Aussi nous pensons que les compromis nécessaires seront trouvés. **Aujourd'hui, le principal risque de délitement des institutions européennes ne vient probablement plus tant des pays de la périphérie Sud de l'Union que du Brexit et, plus généralement, du thème de l'« Europe à la carte » que les négociations avec le Royaume-Uni ont remis au goût du jour.**

La semaine en un clin d'œil

AUTRE EVENEMENT

■ Brésil

Un jour après la destitution du ministre au Plan Romero Juca pour une nouvelle affaire de corruption, Michel Temer a fait une série d'annonces consacrées à la situation économique du pays et visant à restaurer la confiance des investisseurs. Il a souligné l'importance accordée à la discipline budgétaire en prévoyant un amendement à la Constitution limitant la croissance des dépenses publiques à celle de l'inflation. Le rôle de facilitateur de crédits de la BNDES sera par ailleurs réduit pour éviter toute augmentation du niveau d'endettement. La concurrence dans le secteur pétrolier devra s'intensifier notamment en réduisant l'omniprésence de Pétrobras qui doit se comporter « comme une entreprise privée ». Enfin, le fonds souverain brésilien lancé en 2008 et d'un montant de 560 millions de dollars va être liquidé pour réduire l'endettement du pays. Les autorités ont de plus annoncé un déficit primaire pour 2016 de - 2,7 % du PIB. Les annonces faites par le nouveau gouvernement sont de bon augure et ont été bien accueillies par les marchés. Toutefois, même en excluant les difficultés d'ordre politique, ces mesures sont loin de suffire à stabiliser la dette à son niveau actuel.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Indicateurs du climat des affaires mitigés, stables dans l'ensemble. L'estimation Flash du **PMI Composite** de la zone euro a déçu, à 52,9 (son plus bas depuis janvier 2015) contre 53,2 attendu et après 53 en avril. Il s'agit de son plus faible niveau depuis janvier 2015. L'érosion vient de sa composante manufacturière alors que sa composante services est fiable. En **Allemagne**, les indicateurs PMI sont en hausse ainsi que l'**IFO** (à 107,7 contre 106,8 attendu et après 106,7 en avril mais l'indicateur **ZEW** est, pour sa part, en repli (à 6,4 contre 12 attendu et après 11,2 en avril). En **France**, les indicateurs PMI sont également en hausse tandis que l'enquête de **conjoncture de l'Insee** envoie des signaux mitigés. Dans l'ensemble, ces signaux sont positifs pour l'Allemagne et la France. La baisse du niveau des PMI pour la zone euro indique donc qu'il y a probablement eu une forte détérioration en Italie et en Espagne (pays pour lesquels il n'y a pas d'estimation Flash). Un recul du climat des

affaires en Espagne paraît normal à partir des hauts niveaux des mois précédents et alors que l'incertitude politique s'intensifie. L'Italie continue de décevoir mais il faut plus que ces indicateurs mensuels volatils pour confirmer une tendance.

■ Etats-Unis

Légère révision en hausse de la croissance du PIB au T1. Le PIB américain a progressé de + 0,8 % au T1 (en rythme annualisé) contrairement à + 0,5 % annoncé précédemment. Poste par poste, la consommation personnelle a progressé de 1,9 % (inchangé par rapport à l'estimation précédente) et la dépense publique de 1,2 %. L'investissement résidentiel croît très fortement (+ 17,2 %) tandis que l'investissement non résidentiel se replie de - 6,2 % (- 9 % pour l'investissement en équipements et en structures). Les stocks apportent une contribution négative de - 0,2 points de pourcentage (pp) et le commerce international une contribution de - 0,1 %, en raison d'une baisse des exportations (- 2 %) plus importante que celle des importations (0,2 %). Le revenu national brut (salaires, profits et autres revenus) progresse pour sa part de 2,2 % au T1 en rythme annualisé. Même révisé en hausse, le chiffre de la croissance sous-estime probablement le rythme réel de la reprise américaine (comme le montre l'écart important entre PIB et revenu intérieur brut). Les composantes volatiles (stocks, investissement, commerce extérieur) ont joué négativement. Une compensation à la hausse devrait avoir lieu au cours des prochains trimestres (sachant que les chiffres du T1 seront eux-mêmes encore révisés). Cependant, au-delà de cette volatilité, l'économie US est bel et bien en train de décélérer (comme le montre la baisse de régime progressive de la consommation, poste beaucoup plus stable). Nous pensons que la reprise, tout en se poursuivant, va continuer de perdre un peu de sa vigueur.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Semaine relativement calme sur les marchés obligataires, dans l'attente du conseil des gouverneurs de la BCE du 2 juin, du FOMC du 15 et du vote sur le Brexit le 23. Les taux 10 ans allemand et américain finissent la semaine respectivement à 0,14 et 1,83 %. En Europe, les spreads souverains continuent de se réduire quelque peu. Le conseil des gouverneurs du 2 juin sera intéressant à suivre, notamment en ce qui concerne la quantification du programme d'achat d'obligations d'entreprises (CSPP), ce qui déterminera mécaniquement les montants d'achats d'obligations souveraines (PSPP) d'ici mars 2017. La grande question qui se posera prochainement concernera l'évolution du QE de la BCE au-delà de mars 2017 : abandon de certaines contraintes ? abandon de la règle des achats au prorata du poids des pays au capital de la BCE ? extension à d'autres actifs ? Cela deviendra vraisemblablement un thème de marché cet été.

■ Taux de change

Semaine relativement calme sur le marché des changes. Peu de mouvements entre les principales devises (CNY, USD, EUR, JPY). La parité USD/JPY est proche de 110. Notons que la livre poursuit sa progression avec la persistance de sondages donnant le « Remain » gagnant au référendum sur l'appartenance à l'Union Européenne. Le rouble profite bien de la poursuite de la remontée des prix du pétrole. La situation est asymétrique pour la livre. Une victoire du « Remain » ne donnerait a priori lieu qu'à une appréciation modeste, étant donné le ralentissement de la croissance observé depuis près de 18 mois. En revanche, une victoire du « Leave » est susceptible de fortement pénaliser la livre. Rappelons que c'est surtout avec les pays de l'Union européenne que le Royaume-Uni a un fort déficit courant.

■ Crédit

Les spreads de crédit se sont resserrés sur fond de rebond des marchés actions et de dissipation du risque politique : les derniers sondages semblent confirmer la baisse du risque de Brexit, tandis que l'accord des créanciers grecs pour le déblocage des fonds de sauvetage a été favorable aux produits de spread européens. L'indice allemand IFO de la confiance des entreprises a aussi envoyé un signal positif, de même que, pour la troisième fois consécutive, les anticipations ont augmenté et confirmé que les indicateurs de confiance restent bien

orientés, malgré les effets retardés des tensions de marché et des risques politiques du premier trimestre. De l'autre côté de l'Atlantique, le crédit américain a une fois de plus bénéficié du redressement continu des prix du pétrole. Les spreads des CDS se sont approchés des plus bas enregistrés en avril, tandis que les spreads des obligations cash sont à la traîne par rapport aux produits synthétiques. Les valorisations ne semblent pourtant pas tendues, surtout celles des obligations HY, au regard de la volatilité implicite des actions, des spreads souverains et des indicateurs avancés macroéconomiques. Parallèlement, le portage est devenu la principale source de performance future. Sur le segment Investment Grade, les valorisations des émetteurs financiers semblent plus attrayantes que celles des émetteurs non financiers, tant sur la base de la valeur relative que par rapport aux facteurs explicatifs indiqués précédemment. Nous maintenons notre opinion favorable à l'égard des marchés du crédit, en prenant aussi en compte l'impact très limité des nouveaux espoirs d'intervention de la Fed, en juin ou en juillet, et la baisse des indicateurs de niveaux de stress et d'aversion au risque.

■ Actions

Beau rebond généralisé des marchés d'actions et surperformance de la zone euro. Alors que le pétrole continue sa reprise et atteint les 50 \$ (repli des stocks de brut aux Etats-Unis), une série de bonnes nouvelles a soutenu les marchés : acceptation du principe d'aménagement de la dette grecque, bon indice IFO en Allemagne, sondages un peu plus favorables au « Brexit ». Beau rebond des financières, surtout en Europe, mais le phénomène est global. Alors qu'un violent mouvement en faveur des valeurs de croissance (Growth) s'était déclenché à partir de mai 2014, parallèlement à l'effondrement des prix du pétrole, la reprise de ces mêmes prix du pétrole depuis le 20 janvier 2016 a soutenu un retracement en faveur des valeurs décotées (Value). A commencer bien sûr par les valeurs pétrolières et de matériaux de base. Les bancaires, autres valeurs décotées, étaient restées en retrait. Sous-détenues, peu chères (prix sur actif net de 0,7, très proche du plus bas historique de 0,5 en Europe) et offrant un rendement élevé (+ 5,0 % en Europe), leur participation, tardive, à ce retracement en faveur des valeurs décotées nous paraît justifié.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2090	1,8%	-0,2%	2,3%
Eurostoxx50	3073	3,7%	-1,8%	-6,0%
CAC 40	4503	3,4%	-1,2%	-2,9%
Dax30	10282	3,7%	-0,2%	-4,3%
Nikkei 225	16835	0,6%	-2,6%	-11,6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	803	2,3%	-4,8%	1,1%
Matières premières - Volatilité	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	49	0,1%	3,3%	30,8%
Or (\$/once)	1215	-3,0%	-2,5%	14,5%
VIX	14	-1,7	-0,3	-4,7
Marché des changes	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,12	-0,6%	-1,5%	2,7%
USD/JPY	110	-0,5%	-1,6%	-9,1%
EUR/GBP	0,76	-1,4%	-2,1%	3,4%
EUR/CHF	1,11	-0,5%	0,6%	1,7%
Marchés des taux	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,36	-2 bp	-2 bp	-23 bp
Euribor 3M	-0,26	--	-1 bp	-13 bp
Libor USD 3M	0,67	+1 bp	+3 bp	+5 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,53	-2 bp	-3 bp	-18 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,14	-3 bp	-15 bp	-49 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,88	-	+6 bp	-17 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,83	-1 bp	-2 bp	-44 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+33 bp	--	-2 bp	-3 bp
Autriche	+18 bp	-2 bp	-1 bp	-9 bp
Pays-Bas	+21 bp	--	-1 bp	+5 bp
Finlande	+27 bp	-1 bp	-2 bp	-2 bp
Belgique	+37 bp	-1 bp	-4 bp	+3 bp
Irlande	+63 bp	-4 bp	-5 bp	+11 bp
Portugal	+291 bp	-4 bp	+1 bp	+102 bp
Espagne	+135 bp	-5 bp	+1 bp	+21 bp
Italie	+122 bp	-9 bp	-1 bp	+25 bp
Marchés du crédit	27/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+71 bp	-7 bp	+1 bp	-6 bp
Itraxx Crossover	+307 bp	-27 bp	+4 bp	-8 bp
Itraxx Financials Senior	+90 bp	-7 bp	+3 bp	+13 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 27/05/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbe

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

societegeneregestion.fr