

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

US : Indicateurs économiques mitigés (ventes au détail, production industrielle, immobilier).

Zone euro : Hausse de l'emploi au T1.

Marchés Emergents (EMEs): Statistiques économiques chinoises contrastées en mai.

Marchés : Taux 10 ans allemand à un nouveau plus bas historique; yen en très forte hausse. Indices synthétiques qui se sont écartés du côté du crédit euro; vaste mouvement « Risk-off » toujours alimenté par le momentum favorable au Brexit.

> L'événement

Royaume-Uni : dernière ligne droite avant un vote décisif

Lors du référendum du 23 juin, les Britanniques seront consultés sur le maintien du Royaume-Uni (RU) dans l'Union européenne (UE). Les sondages récents se sont inversés et tendent désormais à donner une légère avance au camp du Brexit. Même si l'écart n'est pas significatif compte tenu de la part élevée des indécis (environ 10 %)¹, les marchés financiers ont fortement réagi cette semaine, donnant un avant-goût des turbulences financières susceptibles de se produire en cas de Brexit.



En pratique, la procédure de sortie de l'UE (régie par l'article 50 du traité de Lisbonne) prévoit une période de 2 années pendant laquelle le RU reste un membre à part entière de l'UE. Cependant, la décision de sortir de l'UE aurait des conséquences économiques et politiques immédiates tant au RU que dans l'UE.

1. Sur le plan politique, le Brexit fragiliserait à la fois le RU et l'UE :

- **Au RU**, David Cameron serait très probablement conduit à démissionner ce qui serait un facteur d'incertitude dans la mesure où il n'y a pas d'agenda politique clair pour le prochain premier ministre. En outre, l'Ecosse, favorable au maintien dans l'UE, chercherait à organiser un nouveau referendum sur son indépendance², mettant en risque l'unité du pays.
- **Dans l'UE**, si aucun pays de la zone euro (ZE) n'a intérêt à sortir de la monnaie unique, certains pays de l'UE (hors ZE) pourraient en revanche demander des avantages comparables à ceux octroyés au RU. Le thème

de « l'Europe à la carte » serait potentiellement déstabilisateur pour l'UE et pourrait provoquer la défiance des investisseurs.

¹ L'émotion suscitée par l'assassinat tragique d'une députée favorable au maintien dans l'UE (jeudi après-midi) est susceptible d'affecter le vote de ceux qui se déclarent indécis.

² En cas d'indépendance, l'Ecosse devrait néanmoins présenter sa candidature à l'UE car le résultat du referendum engage l'ensemble du Royaume-Uni.

2. Sur le plan économique, le choc du Brexit serait en revanche asymétrique :

- **Le Consensus estime que la croissance en 2017 serait amoindrie de 1,4 % au RU et de 0,3 % dans la ZE.** A plus long terme, toutes les études confortent la nature asymétrique de l'impact économique.
- **Au RU**, le Brexit ouvrirait une période de grande incertitude qui freinerait sérieusement, à court terme, la consommation et l'investissement domestiques (épargne de précaution du côté des ménages et prudence accrue des entreprises dans leurs programmes d'investissements et d'embauche). L'économie britannique pourrait tomber en récession.
- **Dans la ZE**, le choc de confiance n'aurait en revanche pas de raison de faire dérailler la reprise en cours ; la croissance est tirée par la demande intérieure et le RU pèse trop peu dans les exportations de la ZE pour changer la donne.

3. Une longue phase de négociations, porteuse d'incertitudes pour le RU :

- **En cas de Brexit, s'ouvrirait une longue période de négociation entre le RU et l'UE en vue d'établir de nouveaux accords commerciaux de libre-échange, une étape cruciale pour le RU. Le temps de négociation de nouveaux accords sera très long :** en moyenne, on observe que cela nécessite entre 4 et 10 ans pour y parvenir.
- **Les négociations promettent d'être difficiles, en particulier sur le volet des services financiers** qui est stratégique tant pour le RU que pour l'UE. En effet, le RU est le plus grand centre financier de l'UE : il pèse pour près de 25 % des services financiers de l'UE et 40 % de ses exportations de services financiers. Les services financiers représentent 8 % du PIB britannique. La perte du « passeport européen » pour les banques britanniques rend probable des délocalisations de certains segments d'activité (vers l'Irlande ou certaines places de l'UE).

4. Quelles conséquences pour les marchés ?

Les évolutions récentes des marchés en donnent un avant-goût : affaiblissement du sterling, repli des bourses en Europe, hausse de la volatilité, écartement des spreads de crédit, hausse des taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat des pays périphériques de la ZE, fuite vers des « valeurs refuge » (emprunts d'Etat allemands, titres du Trésor américain, dollar, or ou franc suisse).

5. Les autorités ont les moyens de stabiliser les marchés et de « rassurer » les investisseurs :

- **Du côté des banques centrales**, la BCE et la BoE ont déjà fait savoir qu'elles renforceraient leur coopération pour garantir l'accès des banques à la liquidité dans les deux devises. En cas de turbulences très importantes, des interventions concertées avec d'autres grandes banques centrales sont probables (Fed notamment). La BCE pourrait temporairement accélérer son programme d'achats de titres. Du côté de la BoE, toutes les options seraient sur la table si la stabilité financière est menacée.
- **Sur le plan politique**, les gouvernements de l'UE peuvent rassurer les investisseurs, en montrant par exemple leur cohésion ou encore en garantissant qu'ils offriront au RU le temps nécessaire pour négocier de nouveaux accords commerciaux. On observe jusqu'à présent que les pays de l'UE ont toujours su tirer profit des périodes de tensions pour consolider leurs institutions. Il s'agit néanmoins d'un défi important dont il ne faut pas sous-estimer la difficulté.

Conclusion : un défi pour l'Europe qui peut offrir des opportunités pour les investisseurs

- **L'incertitude économique et politique est propice à des mouvements de sursur réaction sur les marchés à très court terme, amplifiant les mouvements récents et menant les prix des actifs sur des niveaux qui sont sans rapport avec leurs fondamentaux.** Il ne faut donc pas sombrer dans un excès de pessimisme, surtout en ce qui concerne la ZE. Même si la prudence s'impose à court terme, les marchés pourraient paradoxalement offrir très vite des opportunités d'investissement tactiques très intéressantes (on s'attendrait par exemple à voir les marchés d'actions rebondir rapidement suite à un « excès de baisse ») ; le raisonnement est a fortiori encore plus valable si le RU demeure dans l'UE. Néanmoins dans tous les cas de figure, l'Europe ressort fragilisée par ce référendum et les investisseurs doivent se préparer à connaître des à-coups sur les marchés.
- **Dans un environnement où la croissance résiste et où les taux d'intérêt promettent de rester durablement très faibles, les stratégies de recherche de rendement vont très vite reprendre le dessus après le vote.** D'un point de vue tactique, les actifs décotés en Europe pourront en bénéficier. D'un point de vue stratégique, la fragilisation du continent européen confortera la diversification des portefeuilles vers les

marchés émergents : ces derniers recèlent des gisements de titres dont les couples rendements/risque sont attractifs et qui sont par nature moins sensibles aux aléas politiques européens.

La semaine en un clin d'œil

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Chiffres mitigés. La progression annuelle de l'**indice des prix à la consommation** a légèrement diminué en mai (+1% contre +1,1% en avril). Cependant, celle de l'indice sous-jacent (hors composantes volatiles) accélère légèrement (+2,2%, contre +2,1% en avril). Par ailleurs, **les ventes au détail de mai** ont surpris à la hausse (+0,5% contre +0,3% attendu, avec une progression des ventes au détail « Control Group », représentatives de la consommation personnelle telle que calculée dans le PIB, de +0,4% contre + 0,3 % attendu). Enfin, si la **production industrielle** de mai a surpris à la baisse (- 0,4 % sur le mois contre - 0,2 % attendu), l'indice NAHB (confiance des promoteurs immobilier) de juin s'est révélé supérieur aux attentes (à 60 contre 58 prévu). Les chiffres de la consommation et de l'immobilier sont de bon augure pour la croissance du T2, qui devrait rebondir après un T1 trop faible par rapport à la tendance réelle de l'économie. Même si l'amélioration reste lente dans l'industrie, la tableau général des chiffres américains ne corrobore pas les craintes de ralentissement sévère qu'ont suscité les très mauvais chiffres de l'emploi de mai. Nous pensons que l'économie va décélérer, mais que ce mouvement va rester progressif, et s'accompagner de légères tensions inflationnistes dans un contexte devenu plus propice à des hausses de salaires.

■ Zone euro

Hausse de l'emploi au T1. Le nombre de personnes ayant un emploi a augmenté de + 0,3 % en zone euro au T1 2016 par rapport au T4 2015. Sur un an, la hausse est de + 1,4 %, soit la plus forte progression depuis le T1 2008. Pays par pays (chiffres Eurostat), la progression, sur un an, est de + 1,3 % en Allemagne, de + 0,7 % en France, de + 1,2 % en Italie et de + 3,2 % en Espagne. La reprise se diffuse de mieux en mieux au marché de l'emploi. Il faut cependant remarquer que l'amélioration de l'emploi est en retard sur celle du PIB : alors que le niveau de ce dernier (en volume) a désormais rattrapé son pic d'avant-crise du T1 2008, le niveau de l'emploi se trouve toujours plus de 1 % en-dessous de celui de cette période. De plus, une grande partie de cette amélioration est due à une hausse de l'emploi à temps partiel : le nombre d'heures travaillées est encore inférieur de 4 % à celui d'avant la crise.

■ Chine

Les statistiques économiques chinoises ont été contrastées en mai. Voici en détail les statistiques de l'économie réelle : la croissance en GA de la **production industrielle** a été en ligne avec les prévisions à 6,0 % (vs. consensus et chiffre précédent) ; la croissance en GA des **ventes de détail** de mai est également ressortie globalement en ligne avec les attentes, à 10,0 % (vs. consensus et chiffre précédent de 10,1 %) ; depuis le début de l'année, la croissance en GA des **investissements en capitaux fixes** se révèle inférieure aux anticipations, à 9,6 % (vs. consensus et chiffre précédent de 10,5 %) ; toutefois les **investissements immobiliers** ont été plus soutenus qu'attendu, en hausse annuelle de 6,6 % (vs. 9,7 % en avril, 6,5 % en mars et 3,0 % en février) et remontent la pente depuis décembre 2015, contribuant ainsi à la stabilisation des investissements en capitaux fixes. S'agissant de la masse monétaire, l'**agrégat M2** a été plus faible qu'attendu, à 11,8 % (vs. consensus 12,5 % et chiffre précédent de 12,8 %). Le **financement social total** s'est aussi révélé inférieur aux anticipations, à 659,9 milliards CNY (vs. consensus 1 000 milliards CNY et un chiffre précédent de 751 milliards CNY). Enfin, les nouveaux prêt libellés en yuan ont été plus élevés que prévu, à 985,5 milliards RMB (vs. un consensus de 750 milliards RMB, et un chiffre précédent de 555,6 milliards RMB). Les investissements fixes dans l'immobilier sont restés vigoureux, alors que les nouveaux prêts en yuan ont été bien plus élevés que prévu grâce à une augmentation des crédits immobiliers. Ce qui tend à montrer que l'embellie du marché immobilier est le principal stabilisateur de l'économie chinoise. Selon nous, l'accès de faiblesse global des investissements en capital fixe n'est que provisoire car des projets d'envergure seront lancés ou accélérés au 2^e semestre ou au 4^e trimestre

2016, période qui devrait être marquée par une nouvelle expansion. Cela fait 3 mois de suite que l'agrégat monétaire M1 enregistre une croissance de plus de 20 %, soit bien plus que l'agrégat M2. Ce qui témoigne encore une fois de la préoccupation des entreprises chinoises qui préfèrent accumuler des liquidités plutôt que d'investir. Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux (qu'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 agressives prises en 2015 et début 2016, et des mesures monétaires et budgétaires potentielles à prévoir à partir de 2016. Toutefois, une reprise en forme de U nous semble improbable et, comme les autorités, nous anticipons plutôt une reprise en forme de L avec une croissance raisonnable, une stabilisation des politiques et une réforme de l'offre.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Le taux 10 ans allemand à un nouveau plus bas historique. Il a touché - 0,04 % en séance jeudi avant de terminer la semaine à 0,00. Le taux 10 ans américain atteint, pour sa part, son plus bas niveau depuis mai 2013, c'est-à-dire le mois du fameux « taper tantrum ». En Europe, les écarts de taux souverains se sont élargis sur les pays dits périphériques mais aussi sur la France. L'écart de taux 10 ans entre la France et l'Allemagne est repassé au-dessus de 40 pb, ce qui ne lui était pas arrivé depuis plus de 3 mois. La remontée de la probabilité du Brexit a induit une baisse d'environ 10 pb du taux 10 ans allemand lié à la recherche de valeurs refuge. Depuis début mai, l'évolution des spreads souverains est très liée à celle de la probabilité du Brexit. En cas de victoire du camp « Leave », les spreads souverains s'élargiraient davantage. Dans cette hypothèse, la BCE pourrait accélérer son programme d'achats de titres publics pour apaiser les tensions mais cela aurait lieu à un moment où le papier allemand éligible au PSPP commence à manquer. La question de la modification du QE est donc plus d'actualité que jamais.

■ Taux de change

Le yen en très forte hausse après le statu quo de la BoJ et avec le renforcement de la probabilité d'une victoire du Brexit. La parité USD/JPY a atteint un plus bas depuis deux ans à 104. Les devises Latam sont à la peine. Le yen et le franc suisse ont été les principales devises bénéficiaires de la remontée de la probabilité du Brexit. Pour sa part, la livre a beaucoup souffert ces dernières semaines. L'effet de l'évolution des sondages a été beaucoup plus nuancé sur la parité EUR/USD. Entre début mai et début juin, la parité EUR/USD a été négativement corrélée avec la probabilité de victoire du « Remain », car les anticipations de fed funds étaient elles-mêmes très liées, mais il semble que la relation ait changée de sens ces deux dernières semaines : la parité EUR/USD et la probabilité de la victoire du « Remain » sont désormais positivement corrélées. Une victoire du camp « Leave » amènerait une aversion généralisée vis-à-vis des actifs européens et donc une dépréciation de l'euro face au dollar.

■ Crédit

Les indices synthétiques se sont écartés du côté du crédit euro (Itraxx Main : +7pb and Crossover : +36 pb dans la semaine). Les marchés du cash sont restés beaucoup plus stables. On note depuis le début du mois une sous-performance très marquée des financières du cœur et surtout de la périphérie de zone euro. Dans l'univers IG, les émetteurs non-financiers notés AA-A sous-performent les émetteurs BBB. Dans l'univers HY, ce sont par contre les émetteurs notés B qui sous-performent. La perspective d'un Brexit et l'attitude des banques centrales sont les deux principaux sujets suivis par les intervenants de marché. Parallèlement, grâce aux dernières mesures de la BCE, les marchés du crédit semblent plus stables et mieux résister aux facteurs de risque que les autres actifs risqués, comme les actions. Sur le marché du crédit euro IG, la surperformance des émetteurs BBB par rapport à leurs homologues notés AA-A se justifie par la faible incitation des investisseurs à se positionner sur des noms qui offre un rendement trop faible et tout particulièrement sur la partie longue de la courbe et le risque que les émetteurs les mieux notés profitent des taux bas et de l'appétit des investisseurs pour augmenter leur levier d'endettement. Dans ce contexte, le positionnement sur les émetteurs notés BBB et sur HY BB nous paraît le plus judicieux.

■ Actions

A quelques jours d'un scrutin britannique décisif, le momentum favorable au Brexit a continué d'alimenter un vaste mouvement « Risk-off » ; et ce même en dépit des signaux d'apaisement prodigués par la Fed. Selon un schéma désormais bien connu, les marchés de la zone euro et du Japon ont subi l'essentiel du recul avec, respectivement - 3,4 % et - 6,5 % sur la semaine (à jeudi soir) et - 7,6 % et - 10,0 % depuis le début du mois alors que de leurs côtés, les Etats-Unis et les Emergents étaient plus résilients (respectivement - 0,8 % et - 2,1 % sur la semaine à jeudi soir et - 0,9 % et - 1,6 % depuis le début du mois). Par ailleurs, en zone euro, au plan sectoriel, cette aversion au risque a particulièrement pesé sur le secteur bancaire en recul de 5,8 sur la semaine et de 8,8 % depuis le début du mois. Depuis que la Fed a laissé entendre qu'elle passerait son tour en juin, l'attention du marché s'est reportée sur le référendum britannique. En cas de « Brexain », les actions de la zone euro, et notamment celles ayant le plus souffert, comme les bancaires, devraient fortement rebondir et surperformer les actions américaines. Si le Brexit devait l'emporter, le marché américain, le Dollar et le Yen, bénéficieraient de leur statut de refuge. Par entraînement, dans un premier temps, en relatif, ceci serait négatif pour les actions de la zone euro et du Japon. Entre les deux, alors que la Livre chuterait, le marché britannique devrait surperformer en devises locales. Quant aux Emergents, avant de regagner la faveur des marchés du fait de leurs fondamentaux, ils pourraient dans un premier temps subir la hausse du dollar, voire la rechute du pétrole. Assez bon comportement des marchés d'actions. Le marché américain approche à nouveau ses plus hauts historiques sans parvenir pour l'instant à le dépasser. Il est porté par un dollar qui s'affaiblit suite aux propos plus prudents de J. Yellen. La consolidation du dollar impacte aussi les prix du pétrole qui poursuivent leur tendance haussière au-dessus des 50 dollars. Ce sont les marchés émergents qui profitent le plus de ce double moteur. Logiquement dans cette configuration, le Japon et la zone euro sont un peu à la traîne. Même si les marchés actions résistent bien depuis plusieurs semaines, ils fluctuent pour l'instant dans un 'trading range' et les prises de profits sont la règle chaque fois qu'ils s'approchent des plus hauts de l'année ou de résistances délicates à passer. Ils réagissent en ce moment au yo-yo sur les anticipations de politique monétaire de la Fed. Il faudra peut-être attendre le référendum britannique pour qu'ils prennent une direction plus marquée.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2078	-0,9%	1,5%	1,7%
Eurostoxx 50	2852	-2,0%	-2,9%	-12,7%
CAC 40	4194	-2,6%	-2,4%	-9,6%
Dax 30	9642	-2,0%	-2,5%	-10,2%
Nikkei 225	15600	-6,0%	-6,3%	-18,0%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	800	-2,9%	-0,2%	0,7%
Matières premières - Volatilité	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	48	-4,2%	-1,7%	29,9%
Or (\$/once)	1288	1,1%	0,7%	21,3%
VIX	19	2,4	3,9	1,2
Marché des changes	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,12	0,0%	-0,6%	3,6%
USD/JPY	104	-2,5%	-4,4%	-13,5%
EUR/GBP	0,79	-0,1%	0,7%	6,9%
EUR/CHF	1,08	-0,3%	-2,4%	-0,4%
Marchés des taux	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,34	-1 bp	--	-21 bp
Euribor 3M	-0,27	--	-1 bp	-13 bp
Libor USD 3M	0,66	-	+3 bp	+4 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,61	-6 bp	-10 bp	-26 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,00	-2 bp	-14 bp	-63 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,68	-4 bp	-15 bp	-36 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,59	-5 bp	-18 bp	-68 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+41 bp	+4 bp	+6 bp	+5 bp
Autriche	+39 bp	+20 bp	+20 bp	+12 bp
Pays-Bas	+25 bp	+3 bp	+3 bp	+9 bp
Finlande	+32 bp	-	+5 bp	+3 bp
Belgique	+44 bp	+3 bp	+5 bp	+10 bp
Irlande	+87 bp	+15 bp	+20 bp	+35 bp
Portugal	+332 bp	+24 bp	+39 bp	+144 bp
Espagne	+155 bp	+14 bp	+11 bp	+41 bp
Italie	+151 bp	+14 bp	+18 bp	+54 bp
Marchés du crédit	17/06/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+84 bp	+7 bp	+6 bp	+7 bp
Itraxx Crossover	+367 bp	+36 bp	+40 bp	+53 bp
Itraxx Financials Senior	+111 bp	+11 bp	+12 bp	+34 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 17/06/2016 à 15 heures** - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbidé

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