

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Marchés : La chute des taux longs se poursuit ; le dollar US a progressé face à la quasi-totalité des grandes devises. Les marchés du crédit marquent une pause ; Retour du stress sur les marchés d'actions.

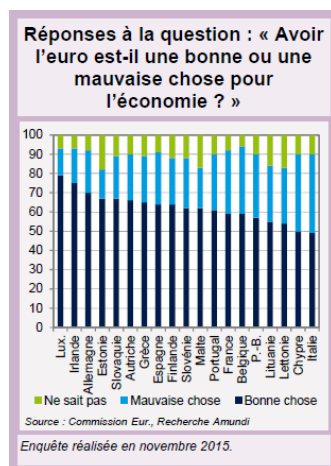
Etats-Unis: Fort rebond des créations d'emplois ; amélioration des indicateurs ISM.

Europe : Forte baisse de la confiance des consommateurs britanniques après le référendum, climat des affaires stable en juin en zone euro.

Marchés Emergents (EMEs) : Les réserves de change de la Chine ont contre toute attente augmenté, nette amélioration des PMI manufacturiers et de services au Brésil, en Afrique du Sud et en Russie.

> L'événement

Doit-on craindre des référendums en cascade en Europe ?



Le Brexit a redonné vie aux anticipations de référendum dans différents pays de l'Union Européenne, confortées par les déclarations de nombreux partis d'opposition voyant notamment dans cette opportunité la possibilité de préparer un vote de rejet des pouvoirs en place. Rappelons que le mode référendaire a été utilisé au cours de ces dernières années en Europe : **Slovénie, Slovaquie, République Tchèque, Pays-Bas, Malte, Luxembourg, Lituanie, Lettonie, Irlande, Hongrie, Espagne, France, Estonie (... etc...)** avaient voté par référendum sur la constitution européenne, le Traité de Lisbonne ou sur leur adhésion à l'UE, alors que **Portugal et Pologne** avaient annulé le leur. **L'Ecosse** est un cas à part : désireuse de se couper du RU et de rester dans l'UE, la probabilité d'un référendum est redevenue très élevée. Plus profondément européens qu'ils ne sont britanniques, nombreux sont ceux qui croient en une Ecosse indépendante et européenne. Pourtant, la situation n'est pas aussi simple: d'une part, il faut que le parlement britannique donne son feu vert à une telle proposition, mais en outre la période de transition serait très complexe. Tout

d'abord, le retrait du RU de l'UE concerne également l'Ecosse. Il faudra donc attendre l'issue des négociations et la sortie officielle du RU pour que l'Ecosse, à supposer qu'elle devienne alors indépendante, puisse demander son appartenance à l'UE. Un processus long et hasardeux ... car il faudra alors préparer l'introduction d'une monnaie nationale : ce ne sera pas le GBP, et sans doute pas non plus l'euro ... puisque l'Ecosse ne sera même plus dans l'UE. Un vrai casse-tête.

Quant aux autres pays, les choses ne sont pas forcément plus simples. En **Allemagne**, la loi fondamentale ne prévoit de référendum que pour le changement de tracé des frontières des Länder, leur fusion ou leur scission. Le référendum a lieu dans les territoires concernés. Cependant, en fonction des législations des différents Länder et communes, des référendums locaux sont autorisés. La constitution **Belge** ne prévoit pas la possibilité d'un référendum, il faut 500 000 signataires en **Italie** pour qu'un referendum soit possible ... mais le processus officiel

prend au moins un an ... sauf que les référendums sur des traités ne sont pas possibles actuellement et que la cour constitutionnelle ne le permettra sûrement pas. Même chose en **Autriche** où les traités ne sont pas couverts par des référendums. En **France**, le référendum national couvre notamment le champ législatif, celui des traités et le champ constitutionnel. Tout référendum intervient à l'initiative du président, et pour l'heure, ce sont plutôt les élections présidentielles qui importent. En **Finlande**, 50 000 signatures forcent le débat parlementaire, mais celui-ci n'est pas tenu de passer par un référendum. En **Pologne**, 500 000 signataires suffisent à provoquer un référendum ... sauf s'il s'agit de rejeter les conditions d'un traité européen. En **Hongrie**, 100 000 signataires suffisent normalement à provoquer un référendum, mais il ne peut y avoir de référendums contre un traité de l'UE ou contre les obligations résultant d'un traité international. En termes clairs, peu de probabilité d'assister à des référendums dans ces pays, mais sans aucun doute des débats sur ces thèmes.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Espagne, Portugal

Déficits excessifs : la Commission Européenne ouvre une procédure de sanctions. L'Espagne et le Portugal n'ont pas atteint leurs objectifs de réduction de leurs déficits budgétaires en 2014 et 2015 (pour 2015, le déficit espagnol était de 5,1 %, alors que l'objectif était de 4,2 %, le déficit portugais était de 4,4 % contre 3 %). La Commission juge également qu'ils n'ont pas pris suffisamment de mesures correctives depuis. Ces deux pays risquent à présent des sanctions : amendes pouvant aller jusqu'à 0,2 % du PIB et la suspensions de certaines aides (fonds régionaux). La décision finale revient aux ministres des Finances européens (le 12 juillet). S'ils confirment cette procédure disciplinaire, la Commission devra ensuite proposer des sanctions dans un délai de 20 jours. Les sanctions prévues contre les Etats de l'Union Européenne pour non-respect de leurs objectifs de déficit n'ont, jusqu'à présent, jamais été appliquées. Si les ministres des Finances confirment la décision de la Commission, l'Espagne et le Portugal auront encore une chance d'échapper aux sanctions (ou de les réduire) s'ils prouvent, sous 10 jours, qu'ils font face à des circonstances économiques exceptionnelles. Ce dossier est très délicat dans un contexte où les pays de la zone euro ont également besoin d'afficher leur unité face au défi représenté par le Brexit.

■ Banques italiennes

Regain de tension sur les banques italiennes. Fragilisées par leurs stocks excessifs de créances douteuses, les banques italiennes ont subi cette semaine une forte pression de marché dans un contexte de volatilité exacerbée par le résultat du référendum britannique. L'exercice de stress test mené par l'EBA pour 2016 et dont les résultats sont attendus pour le 29 juillet prochain, pourrait révéler des insuffisances en capital qui pourraient requérir des recapitalisations. Des rumeurs ont fait état de négociations entre l'Italie et la BCE, qui pourraient porter sur la création d'un nouveau fonds de stabilisation dont la mission serait cette fois d'acquiescer les créances douteuses, et sur une augmentation de la flexibilité accordée au gouvernement pour recapitaliser la banque Monte dei Paschi di Siena dont le montant net de créances douteuses s'élève à 10,1 mds d'euros, soit 12 % du montant total du secteur. Nous pensons qu'une telle injection pourrait être possible sans qu'elle ne déclenche la résolution de la banque. Toutefois une forme de partage des pertes pourrait être demandé en contrepartie de cette aide. Elle pourrait se limiter aux dettes subordonnées et ne toucherait pas les dettes senior. Cependant compte tenu des 2.5 mds euros de dettes subordonnées détenues par les clients particuliers de Monte dei Paschi, un partage des pertes sur ces clients pourrait avoir de lourdes conséquences politiques qui pourrait être contournées par une indemnisation post prise de pertes.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Fort rebond des créations d'emplois. L'économie américaine a créé 287 000 emplois en juin, soit bien davantage que prévu (180 000) et, surtout, bien plus qu'en mai (le chiffre, déjà très faible, des créations d'emplois de mai a encore été révisé en baisse à 11 000 seulement). La progression du salaire horaire moyen accélère

légèrement à 2,6 % par an (2,5 % en mai). La durée moyenne de la semaine de travail est inchangée à 34.4H. **Les indices ISM du mois de juin rebondissent**, tant en ce qui concerne le secteur manufacturier que le secteur non-manufacturier. Ces bons chiffres sont très rassurants, et corroborent en particulier l'hypothèse suivant laquelle la très forte déception des créations d'emploi de mai était due à des facteurs temporaires. Nous maintenons cependant notre scénario de décélération progressive de la reprise aux Etats-Unis.

■ Europe

Forte baisse de la confiance des consommateurs britanniques après le référendum. L'indice GfK enregistre, début juillet, sa plus forte chute mensuelle en 21 ans et revient sur son niveau de fin 2013. **Climat des affaires stable en juin en zone euro.** L'indice PMI Composite de la zone euro est, à 53,1 en juin (contre 52,8 attendu), inchangé par rapport à son niveau de mai (et pratiquement stable depuis février). Sa composante portant sur l'industrie s'améliore, tandis que celle portant sur les services se détériore légèrement. Pays par pays, le PMI Composite est presque stable en Allemagne, en repli en France, en nette amélioration en Italie et en Espagne. Contrairement aux données de l'indice de confiance des consommateurs britanniques, l'essentiel des données permettant de construire les indices PMI de juin a été collecté avant le référendum sur le Brexit. Aussi, nous pouvons seulement constater que la zone euro a abordé ce défi politique dans une situation de reprise solidement engagée. Les indicateurs portant sur juillet seront particulièrement scrutés afin de voir si la crise ouverte par le résultat du référendum se propage rapidement au climat des affaires sur le continent.

■ Japon

Les résultats de l'enquête Tankan sur la confiance des entreprises pour Q2 sont mitigés. L'enquête a aussi publié **une estimation des dépenses d'investissement** de l'exercice fiscal précédent clos en mars 2016 : par exemple, les investissements des grandes entreprises ont augmenté de 3,4 % en glissement annuel. Nous anticipions un chiffre deux fois plus élevé car les projets d'investissement avaient été réguliers tout au long de l'année, même lors de l'enquête réalisée en mars, après la mise en œuvre de la politique de taux d'intérêt négatifs. Les grandes entreprises non-manufacturières ont réduit leurs investissements, tandis que les grandes entreprises manufacturières et les petites et moyennes sociétés sont restées optimistes. Pour la **composante consommation**, le sentiment est plutôt optimiste avec une progression de l'indice de 40,9 à 41,8 entre mai et juin. **Les anticipations d'inflation** reculent car une part importante des ménages pensent que les prix vont se stabiliser par rapport au mois précédent. Malgré les perspectives positives reflétée par ces deux enquêtes, il est important de noter qu'elles ont été effectuées avant le référendum sur le Brexit. Compte tenu de l'augmentation de l'incertitude politique mondiale, nous pourrions nous attendre à une certaine perspective à la baisse dans les deux enquêtes dans les prochains mois.

■ Chine

En juin, les réserves de change de la Chine ont contre toute attente augmenté de 13,5 Mds USD, après avoir diminué de 27,97 Mds USD (à 3 205 Mds USD). Cette évolution a donc mis fin à la tendance baissière, malgré la dépréciation de 1,03 % du CNY en juin. En ajustant le calcul de l'effet de valorisation de la devise, l'augmentation des réserves est de 33 Mds USD. Le niveau des réserves de change de juin semble témoigner d'un arrêt provisoire des sorties de capital, et ce pour deux raisons : le remboursement de la dette étrangère et l'augmentation des niveaux de couverture des institutions financières/entreprises. Comme plus de la moitié de la dette étrangère (au total, près de 1 100 Mds USD à fin 2015) a été remboursée, les pressions baissières sur la devise ont nettement diminué. Pourquoi le CNY perd-il de sa valeur malgré les entrées de capitaux ? Contrairement à ce qui s'est passé en juin, le dollar US et le CNY s'étaient dépréciés de manière simultanée lors des mois précédents, l'équivalent d'une dépréciation compétitive. Mais en juin, le Brexit a dopé le dollar et pénalisé le CNY. Comme nous l'avions anticipé plus tôt cette année, les réserves de change vont se stabiliser aux alentours de 3 000-3 200 Mds USD en 2016.

■ Emergents

Nette amélioration des PMI manufacturiers et de services au Brésil, en Afrique du Sud et en Russie. Respectivement, les PMI manufacturiers sont sortis en juin à 43.2, 53.7 et 51.5 contre 41.6, 51.9 et 49.6 le mois précédent. De même, le PMI services s'est bien redressé en Russie en juin 53.8 contre 51.8 avant et au Brésil 41.4

contre 37.3. Ces indicateurs conjoncturels vont dans le sens de notre analyse d'une reprise graduelle des exportateurs nets de matières premières.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

La chute des taux longs se poursuit. Les taux 10 ans américain et allemand ont tous les deux atteint de nouveaux plus bas historique, à respectivement 1,369 % et -0,186 %. Sur le segment 2 ans – 5 ans, la pente n'a pas été aussi plate depuis 2008. Les spreads périphériques se sont légèrement écartés sur la semaine. Dans le cas de l'Allemagne, seuls les titres de maturité comprise entre 8 et 31 ans sont éligibles au PSPP. Selon les statistiques de la BCE publiées cette semaine, la maturité moyenne des titres publics achetés par la Bundesbank a été de presque 10 ans en juin. De façon très intéressante, la part des titres allemands dans les achats PSPP est passé sous le poids de l'Allemagne au capital de la BCE alors qu'elle a monté significativement dans le cas de l'Italie et de l'Espagne. La question de l'abandon de la règle des achats en fonction du poids des pays au capital de la BCE se pose donc plus que jamais : il serait très positif pour les obligations italiennes et espagnoles.

■ Taux de change

Le dollar US a progressé face à la quasi-totalité des grandes devises, à l'exception du yen, qui a gagné 2 %, la parité USD/JPY tombant à 100, un niveau inédit depuis 2 ans. Le BRL a effacé une partie des gains de la semaine dernière et a cédé 3 % face au dollar US, tandis que la livre sterling a de nouveau baissé face au billet vert. Depuis le référendum sur le Brexit, la livre a perdu plus de 13 % face au dollar et s'établit désormais à un plus bas sur 30 ans (1,2917). En termes effectifs, la devise britannique a cédé 9 %. L'incertitude élevée générée avec le Brexit renforce l'aversion au risque et contraint les investisseurs à se tourner vers les actifs refuges comme le yen, qui a progressé de plus de 5 % depuis la semaine qui précédait le Brexit. Il est malaisé de repérer un point d'inflexion dans cette tendance à court terme en raison de la confusion régnant sur les conséquences économiques et politiques du Brexit. Le dollar US a gagné du terrain depuis le Brexit mais aucun catalyseur ne justifie pourtant une appréciation durable. Le billet vert pourrait même reculer si la Fed décidait de mettre un terme à son cycle de resserrement.

■ Crédit

Les marchés du crédit marquent une pause. Les indices de CDS Main et Crossover se resserrent respectivement de 78 et 352pb. La demande pour la dette Corporate éligible au programme CSPP est très forte. Par contre, la dette subordonnée bancaire inspire toujours la prudence aux investisseurs. Les obligations d'entreprises bénéficient de l'accélération des achats de la BCE dans un contexte de ralentissement de l'activité du marché primaire. Les montants achetés par la BCE dépassent largement nos attentes (environ €9bn sur une base mensuelle). Les rendements des emprunts d'État du cœur de la zone euro ont nettement reculé, tout comme d'ailleurs ceux des obligations d'entreprise : 40 % du marché du fixed income euro offre aujourd'hui un rendement négatif. La quête de rendement favorisée par la BCE ne devrait pas s'arrêter de sitôt. Dans ce contexte, le segment HY-BB présente des opportunités intéressantes en offrant des fondamentaux stables et une valorisation relativement attractive.

■ Actions

Retour du stress sur les marchés d'actions, centré sur deux sujets : la décision de geler les remboursements de fonds immobiliers par de nombreux établissements au Royaume-Uni (Standard Life, M&G, Aviva...) et les discussions pour l'instant stériles sur le sauvetage des banques italiennes. Résultat : sous-performance de la zone euro et du Japon et meilleure résistance des marchés américain, émergents et des grandes capitalisations britanniques (FT100). L'incertitude politique et la faiblesse de la Livre incitent à rester prudent sur le secteur bancaire européen et à favoriser les valeurs plus internationales. La poursuite de la baisse des taux dans le monde ne fait que renforcer cette idée. Elle est en revanche favorable aux thèmes liées à la qualité et à la soutenabilité des dividendes. Enfin, la temporisation de la Fed dans sa volonté de monter les taux laisse la voie libre pour une poursuite de la hausse des prix des matières premières et des valeurs qui y sont sensibles, ainsi que des marchés émergents.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2098	-0.2%	-1.0%	2.6%
Eurostoxx 50	2830	-1.8%	-6.3%	-13.4%
CAC 40	4178	-2.2%	-6.1%	-9.9%
Dax30	9604	-1.8%	-6.0%	-10.6%
Nikkei 225	15107	-3.7%	-10.2%	-20.6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	827	-1.5%	-1.8%	4.1%
Matières premières - Volatilité	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	47	-7.1%	-10.9%	25.5%
Or (\$/once)	1361	1.5%	7.8%	28.3%
VIX	14	-1.1	-0.4	-4.5
Marché des changes	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.11	-0.5%	-2.8%	2.1%
USD/JPY	100	-2.2%	-6.3%	-16.8%
EUR/GBP	0.85	1.7%	8.6%	15.7%
EUR/CHF	1.09	0.1%	-0.7%	-0.2%
Marchés des taux	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.33	-1 bp	+1 bp	-20 bp
Euribor 3M	-0.29	--	-3 bp	-16 bp
Libor USD 3M	0.66	+1 bp	-	+5 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.69	-4 bp	-15 bp	-35 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	-0.18	-5 bp	-24 bp	-81 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.62	+3 bp	-16 bp	-43 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.39	-6 bp	-32 bp	-88 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+29 bp	+1 bp	-7 bp	-7 bp
Autriche	+28 bp	-3 bp	+9 bp	+1 bp
Pays-Bas	+19 bp	-	-3 bp	+3 bp
Finlande	+26 bp	+1 bp	-3 bp	-3 bp
Belgique	+34 bp	+2 bp	-5 bp	--
Irlande	+64 bp	+5 bp	-7 bp	+12 bp
Portugal	+323 bp	+9 bp	+21 bp	+135 bp
Espagne	+133 bp	+6 bp	-4 bp	+19 bp
Italie	+138 bp	+3 bp	+5 bp	+42 bp
Marchés du crédit	08/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+78 bp	-2 bp	+5 bp	+1 bp
Itraxx Crossover	+352 bp	+3 bp	+35 bp	+37 bp
Itraxx Financials Senior	+111 bp	+6 bp	+16 bp	+34 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 08/07/2016 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