

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Marchés : Remontée des taux longs après avoir fortement chuté sur les dernières semaines ; net rebond de la livre sterling, forte baisse du yen. Le marché de la dette Corporate euro a performé ces derniers jours ; rebond de l'appétit pour le risque.

Etats-Unis : La dynamique de l'emploi montre des signes de stabilisation.

Zone euro: Recul de la production industrielle en mai.

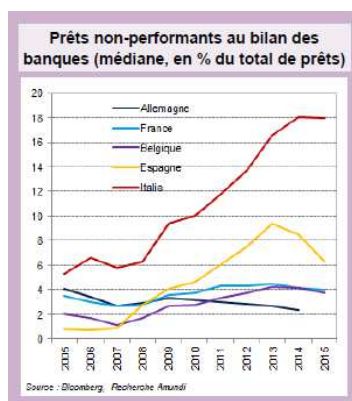
Marché Emergents (EMEs) : Statistiques économiques de la Chine meilleures que prévu. Inde : troisième mois consécutif de hausse des prix de gros. Faiblesse des ventes au détail et décélération de l'inflation au Brésil. En Afrique du Sud, les indicateurs d'activité économique en mai sont à la hausse.

> L'événement

Le Brexit exacerbe les fragilités du système bancaire européen

La méfiance des investisseurs envers les banques, qu'il s'agisse des marchés actions ou des marchés obligataires, s'est accrue ces derniers mois et notamment après le vote du Brexit. L'indice bancaire de la zone euro a chuté de 14 % depuis le 23 juin (de plus de 30 % depuis le début de l'année). Les titres les plus pénalisés incluent des banques britanniques (Royal Bank of Scotland), grecques (Alpha Bank et la National Bank of Greece), italiennes (Monte dei Paschi), mais également allemandes (Deutsche Bank).

Rappelons, tout d'abord, que les banques de la zone euro ont sensiblement renforcé leurs positions en capital. Les institutions les plus importantes affichent un ratio moyen equity Tier 1 de 13 % fin 2015, contre environ 9 % en 2012 et 7 % en 2008 (source : BCE). Le niveau de liquidité reste correct pour la plupart des banques de la zone euro en partie grâce au soutien de la banque centrale.



Dans ce cadre, comment expliquer cette défiance ? Plusieurs craintes se font sentir :

Les investisseurs sont de plus en plus sceptiques dans la capacité future des banques à générer des profits. Les contraintes réglementaires plus strictes mises en place après la crise de Lehman ont déjà mis à mal la rentabilité de ce secteur. Plus récemment, la rentabilité de l'activité de prêt a été pénalisée par l'environnement de taux bas, la très faible pente de la courbe des taux et le taux d'intérêt négatif pour les dépôts auprès de la BCE (les réserves excédentaires sont actuellement de plus de 800 Mds €). La sensibilité à la baisse des taux varie d'une banque à l'autre et dépend par exemple du volume de dépôts par rapport aux crédits ou encore du type de prêts (taux variables, taux fixes). Les institutions allemandes qui disposent de réserves excédentaires

importantes sont bien évidemment pénalisées. La politique de la BCE a coûté 248 millions d'euros aux banques allemandes en 2015, ce montant devant être de l'ordre du milliard pour 2016.

Le montant significatif de prêts non-performants détenu par les grandes institutions financières de la zone euro inquiète les investisseurs. Il a atteint 950 Mds € à la fin de 2015 soit 7,1 % du total des encours de prêts. Ce ratio est élevé par rapport aux normes internationales et dépasse nettement ce que l'on peut observer aux États-Unis et au Royaume-Uni (source : BCE). La situation est particulièrement critique en Italie où les prêts non-performants ont atteint en montant brut 350 Mds € en janvier dernier, dont 47 Mds € pour la seule Monte dei Paschi.

Le Brexit a intensifié le problème en provoquant des turbulences sur les marchés financiers. Les banques sous-capitalisées pourraient rencontrer de plus en plus de difficultés pour renforcer leurs fonds propres via mise en réserve de leurs bénéfices (les taux longs allemands sont à un plus bas historique) ou en levant de nouveaux capitaux (forte baisse du marché actions). Or, depuis le 1er janvier, le sauvetage d'une banque doit se faire d'abord en mettant à contribution les actionnaires et les créanciers. La règle du « bail-in » ou renflouement interne vise à éviter de faire appel aux fonds publics, en mettant à contribution les créanciers et les actionnaires. Cela poserait un véritable problème de société en Italie où les particuliers détiennent des montants importants de dette bancaire et où la situation politique est de plus en plus tendue à l'approche du référendum sur la constitution. Point positif : Angela Merkel a fait savoir que les discussions entre Bruxelles et Rome au sujet d'un contournement partiel des règles de bail-in devraient bien passer. Au-delà de ce point, un engagement plus marqué des institutions européennes sera définitivement nécessaire pour rompre la forte interdépendance entre les banques et les États : rappelons par exemple que les banques italiennes détiennent 24 % de la dette souveraine nationale.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Union Européenne

Les ministres des finances de l'UE confirment l'ouverture d'une procédure de sanctions contre l'Espagne et le Portugal. Ils ont validé, le 12 juillet la procédure entamée la semaine précédente par la Commission européenne contre ces deux pays pour non respects de leurs objectifs de déficits publics. La Commission doit, à présent, proposer des sanctions dans un délai de 20 jours. Ces sanctions peuvent être constituées d'amendes (jusqu'à 0,2 % du PIB de ces deux pays) et de suspension de fonds d'aide européens (jusqu'à 0,5 % de leur PIB). Espagne et Portugal ont également 10 jours pour plaider leur cause. Si la Commission décide d'appliquer des sanctions, les gouvernements de l'UE devront ensuite les entériner. Le dilemme est important alors que l'Union Européenne, confrontée au défi du Brexit, ont besoin de faire preuve d'unité. Les responsables européens doivent assurer la crédibilité des règles budgétaires, mais reconnaissent également que l'Espagne et le Portugal reviennent de loin en termes de stabilité financière et qu'ils ont fait d'importantes réformes. Aussi les sanctions ont de fortes chances d'être faibles, voire symboliques.

■ Royaume-Uni

Theresa May nommée premier ministre pour prendre en charge le dossier du Brexit. Suite au retrait de la candidature de sa seule rivale restant en course, Andrea Leadsom, Theresa May a pris le poste de Premier Ministre dès mercredi 13 juillet (et non pas en septembre, comme prévu initialement). Elle a nommé David Davis pour suivre au plus près le dossier du Brexit. Favorable au Breain, mais néanmoins considérée comme eurosceptique, Theresa May peut être en mesure de fédérer les forces d'un Parti Conservateur que la campagne précédente le référendum a profondément divisé. L'attention va désormais se porter sur les signaux que pourrait envoyer le gouvernement britannique concernant sa stratégie de négociation (dont la date d'activation de l'Article 50 du Traité de Lisbonne, qui enclenche un compte à rebours de 2 ans pour mener à bien la procédure de sortie de l'Union Européenne).

■ Brésil

Au Brésil le Ministre des Finances a annoncé un objectif de déficit budgétaire en 2017 de - 2,1 % du PIB contre - 2,7 % en 2016. Cette cible de déficit nous paraît très optimiste car elle correspond à une hypothèse de croissance du PIB de + 1,2 % en 2017 alors que nous continuons de penser que l'économie brésilienne restera en récession en 2017. De notre point de vue, seule une hausse drastique de l'impôt permettrait d'atteindre cet objectif. Or dans le contexte économique actuel (forte récession) et politique (la crise n'est pas résolue), celle-ci ne nous semble pas plausible.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

La dynamique de l'emploi donne des signes de stabilisation. Le nombre de postes ouverts au recrutement a fléchi en mai (5.5M), après un niveau record de 5.8M en avril. Par ailleurs, les taux de démission, de licenciement et de recrutement se stabilisent à des niveaux un peu inférieurs à ceux du début d'année. Cette activité un peu moins forte confirme le tableau général d'une économie arrivée au quasi plein-emploi. Nous maintenons un scénario de décélération en pente douce au cours des prochains trimestres, contribuant à freiner légèrement la croissance économique.

■ Zone euro

Recul de la production industrielle en mai. La production industrielle a reculé en mai de - 1,2 %, contre - 0,8 % attendu, mais après une progression d'avril revue en hausse (+ 1,4 % contre + 1,1 %). Sur un an (par rapport à mai 2015), la progression est de + 0,5 %. Pays par pays, sur un an, la progression est de + 0,6 % en France et de + 1,2 % en Espagne, tandis que la production industrielle recule de - 0,3 % en Allemagne et de - 0,6 % en Italie. Les chiffres mensuels de la production industrielle sont très volatils et sujets à de fréquentes révisions. Néanmoins, au vu des indications déjà disponibles, la croissance du PIB de la zone euro au T2 devrait être très inférieure à celle du T1 (qui avait surpris à la hausse avec une progression de + 0,6 %).

■ Japon

Les investisseurs japonais ont acheté massivement des obligations étrangères de dette externe (2 500 milliards de yens), ce qui correspond au montant hebdomadaire le plus élevé depuis le commencement des statistiques en 2005.

■ Chine

Les statistiques économiques mensuelles de la Chine ont été nettement meilleures que prévu. Le PIB du deuxième trimestre est ressorti supérieur aux attentes, à 6,7 % (vs. consensus 6,6 % et 6,7 % précédemment), témoignant d'une stabilisation après le plus bas du premier trimestre 2016, où la croissance a atteint son plus faible niveau sur 28 trimestres depuis mars 2009 (6,2 %). **Sur le front des prix**, en juin, l'IPC en GA a été supérieur aux anticipations à 1,9 % (vs. un consensus de 1,8 % et un chiffre précédent de 2,0 %) et l'IPP a été plus élevé que prévu (ce qui est une bonne nouvelle), à - 2,6 % (vs. un consensus de - 2,5 % et un chiffre précédent de - 2,8 %), avec dix mois consécutifs d'amélioration. **S'agissant du commerce**, la croissance des exportations en GA en mai est ressortie en ligne avec les prévisions, à - 4,1 % (vs. un consensus de - 4,0 % et un chiffre précédent de - 1,8 %), tandis que la croissance en GA des importations a surpris à la hausse, à - 0,4 % (vs. un consensus de - 6,8 % et un chiffre précédent de -10,9 %). Voici en détail les **statistiques de l'économie réelle** : la croissance en GA de la **production industrielle** en juin s'est révélée plus élevée que prévu à 6,2 % (vs. un consensus de 5,9 % et un chiffre précédent de 6 %) ; la croissance en GA des ventes de détail en juin a été nettement plus soutenue que prévu, à 10,6 % (vs. un consensus de 9,9 % et 10,0 % précédemment) ; depuis le début de l'année, la croissance en GA des **investissements en capitaux fixes** est ressortie légèrement inférieure aux anticipations, à 9,0 % (vs.

un consensus de 9,4 % et un chiffre précédent de 9,6 %), avec une croissance en GA des **investissements dans l'immobilier** en juin assez soutenue, à 6,6 % (vs. 6,5 % en mai, 9,7 % en mars, 6,5 % en mars et 3,0 % en février), et qui remonte la pente depuis décembre 2015, contribuant ainsi à la stabilisation des investissements en capitaux fixes. S'agissant **de la masse monétaire**, l'agrégat **M2** est ressorti meilleur que prévu à 11,8 % (vs. un consensus de 11,4 % et un chiffre précédent de 11,8 %). Le **financement social total** s'est révélé nettement plus élevé que prévu, à 1 630 milliards CNY (vs. un consensus de 1 100 milliards CNY et un chiffre précédent de 659,9 milliards CNY). Enfin, **les nouveaux prêt libellés en yuan** ont également été plus importants que prévu, à 1 380 milliards RMB (vs. un consensus de 1 000 milliards RMB, et un chiffre précédent de 985,5 milliards RMB).

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux longs remontent après avoir fortement chuté sur les dernières semaines. Les taux 10 ans américain et allemand prennent respectivement 22 pb et 18 pb, pour finir la semaine à 1,58 et - 0,01 %. En zone euro, les spreads italiens et espagnols se sont contracté d'une dizaine de points de base sur la maturité 10 ans. Le spread 10 ans entre la France et l'Allemagne a atteint 20 pb mercredi, un niveau inobservé depuis début 2015. La nomination de Theresa May (voir plus haut) a soulagé les marchés, ce qui a eu un effet négatif sur les valeurs refuge comme les obligations américaines et allemandes. Les obligations périphériques ont profité de l'augmentation de la probabilité de mesures en faveur des banques italiennes et d'un possible changement de la structure des achats d'obligations de la BCE.

■ Taux de change

Net rebond de la livre sterling, forte baisse du yen. Après l'annonce de la nomination de Theresa May au poste de Premier ministre (voir ci-dessus) mardi, la livre a gagné 2 % contre le dollar au cours de la journée. Le jeudi, après la décision de la BoE de maintenir les taux d'intérêt inchangés, la livre a gagné 1,5 % par rapport au dollar et a clôturé la semaine à 1,3417 (+ 3,5 %), son plus haut depuis le référendum sur le Brexit. L'euro a progressé de 0,8 % face au billet vert et s'est établi à 1,11. En revanche, le yen a affiché de fortes pertes par rapport au dollar (inversant la tendance de la semaine dernière) cédant 5,3 % pour s'établir à 105, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis près de deux semaines.

■ Crédit

Le marché de la dette Corporate euro a performé ces derniers jours. Les spreads des indices Euro IG et Euro HY sont en grande partie revenus sur les niveaux observés avant le vote du Brexit. Le rendement Euro IG a atteint un nouveau plus bas historique à 0,8 %. La dichotomie financière/non financière demeure cependant sur le segment IG. Si le spread des émissions non-financières IG est maintenant plus serré que celui observé avant le 23 juin, ce n'est pas le cas pour les émissions financières.

■ Actions

Rebond de l'appétit pour le risque. Le fait marquant est que le S&P500 a cassé ses plus hauts historiques. Les marchés d'actions ont été portés par les chiffres de l'emploi du mois de juin (signe d'une bonne santé de l'économie américaine), la nomination plus rapide que prévu d'un nouveau premier ministre au Royaume-Uni (amélioration de la visibilité), et la victoire du premier ministre japonais, M. Abe, aux élections sénatoriales (anticipation de nouveaux plans de soutien et baisse du Yen).

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2164	1.6%	4.5%	5.9%
Eurostoxx 50	2956	4.1%	4.4%	-9.5%
CAC 40	4366	4.2%	4.7%	-5.8%
Dax 30	10046	4.3%	4.6%	-6.5%
Nikkei 225	16498	9.2%	3.6%	-13.3%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	866	4.5%	7.1%	9.0%
Matières premières - Volatilité	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	48	2.3%	-2.3%	28.3%
Or (\$/once)	1323	-3.1%	2.5%	24.7%
MX	13	-0.5	-7.5	-5.5
Marché des changes	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.11	0.3%	-1.6%	2.1%
USD/JPY	106	5.4%	0.0%	-12.1%
EUR/GBP	0.83	-2.3%	5.0%	12.9%
EUR/CHF	1.09	0.3%	0.7%	0.2%
Marchés des taux	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.33	-1 bp	-	-21 bp
Euribor 3M	-0.29	-	-3 bp	-16 bp
Libor USD 3M	0.68	+1 bp	+2 bp	+7 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.65	+4 bp	-6 bp	-30 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	-0.01	+18 bp	-	-64 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.70	+9 bp	+3 bp	-35 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.58	+22 bp	-	-69 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+23 bp	-7 bp	-19 bp	-13 bp
Autriche	+22 bp	-6 bp	-1 bp	-5 bp
Pays-Bas	+11 bp	-8 bp	-14 bp	-5 bp
Finlande	+17 bp	-10 bp	-17 bp	-13 bp
Belgique	+25 bp	-9 bp	-20 bp	-9 bp
Irlande	+50 bp	-13 bp	-34 bp	-3 bp
Portugal	+314 bp	-13 bp	-22 bp	+125 bp
Espagne	+122 bp	-12 bp	-36 bp	+7 bp
Italie	+125 bp	-13 bp	-26 bp	+28 bp
Marchés du crédit	15/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+71 bp	-6 bp	-16 bp	-6 bp
Itraxx Crossover	+323 bp	-21 bp	-48 bp	+8 bp
Itraxx Financials Senior	+98 bp	-11 bp	-17 bp	+21 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 15/07/2016 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