

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Marchés : Le taux 10 ans allemand repasse brièvement en territoire positif; semaine relativement calme pour les grandes devises. Les marchés du crédit ont performé cette semaine; des marchés plutôt calmes.

Etats-Unis : La reprise de l'immobilier continue de soutenir la croissance.

Europe : Le climat des affaires se dégrade fortement au Royaume-Uni mais résiste en Zone euro.

Marchés Emergents (EMEs): les agences de notation commencent à revoir leur notation de crédit de la Turquie ; signaux mitigés de l'activité économique en Russie.

> L'événement

Wall Street joue les prolongations !

Le S&P500 vient de casser à la hausse ses plus hauts historiques (certes de peu pour l'instant) qu'il était déjà venu tester à plusieurs reprises depuis plus d'un an. Cela intervient 3 semaines après le référendum britannique sur sa sortie de l'Union Européenne, ce qui envoie des signaux intéressants.

Tout d'abord, l'explication est simple, le Brexit conduit toutes les banques centrales du monde à être encore plus accommodantes. Même la Fed, qui souhaitait relever ses taux, a dû revoir sa copie. La baisse des taux longs, à des niveaux encore plus bas que précédemment a fait le reste. Les bons chiffres de l'emploi du mois de juin, exprimant une amélioration de la conjoncture américaine, ont alors mis en évidence une situation de 'sweet spot' qui pourrait se prolonger.



Plusieurs remarques s'imposent :

- Le fait de casser des plus hauts historiques est un signe positif sur le cycle économique. Le Brexit ne devrait pas trop endommager la croissance mondiale qui devrait rester aux alentours des + 3 %.
- N'oublions pas que le cycle économique mondial et le cycle d'investissement sont portés, pour quelques mois encore, par le contre-choc pétrolier.
- En 1998 déjà, le contre-choc pétrolier (associé à une détente des taux de la Fed) avait permis aux marchés de jouer les prolongations... jusqu'en 2000.
- En 1986, le contre-choc pétrolier avait fait de même... avant de déboucher sur le krach de 1987.

- La situation sur les taux évoque aussi celle du Conundrum de 2004, quand la Fed n'arrivait pas à faire remonter les taux longs. A l'époque, le maintien de taux plus bas que nécessaire avait contribué à prolonger le cycle...et à construire la bulle des Subprimes.

Conclusion :

Certes, le marché américain est cher, ce qui n'est pas de bon augure pour sa performance à très long terme. Il est probable qu'avec un ratio de PER supérieur à sa moyenne de long terme, sa performance soit inférieure à sa performance moyenne de long terme (6,5 % en données réelles, dividendes réinvestis). Mais cela ne préjuge pas de sa performance à plus court terme.

Le marché américain est clairement le marché leader dans ce cycle. Or un cycle d'investissement prend fin uniquement quand les valeurs leaders cassent leur résistance à la baisse, ce qui est à l'opposé de ce qui se passe aujourd'hui. Le signal lancé par le marché américain, s'il devait se confirmer, serait donc plutôt favorable à la classe d'actif des actions... au moins pour quelques temps ; une bonne nouvelle alors que le Brexit génère une forte incertitude.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Turquie

Suite à la tentative de coup d'état la semaine dernière, deux agences de notations ont modifié leurs vues. Moody's a placé la note Baa3 de la Turquie en 'surveillance négative' le 18 juillet, et S&P a abaissé la notation à BB avec une perspective négative de BB+ (déjà en « speculative grade ») le 20 juillet. Nous pensons que Fitch aussi pourrait donner suite avec une action négative. Nous ne sommes pas surpris par ces dégradations. Avec les sorties de flux de capitaux et la prolongation des incertitudes politiques, il y a de fortes chances qu'une crise de balance de paiements se matérialise en Turquie ainsi que des difficultés liées au service de la dette, étant donné l'importance des besoins de financement de la dette externe et le bas niveau des réserves de change.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

La reprise de l'immobilier continue de soutenir la croissance. Les mises en chantier ont surpris à la hausse en juin (1189K contre 1153K attendu) mais après des chiffres de mai révisés en baisse (1135K au lieu de 1164K annoncé précédemment). Les permis de construire sont, pour leur part, en hausse et pratiquement en ligne avec les attentes (1153K après 1136K en mai). Enfin, **les ventes de logements existants** ont été supérieures aux attentes (5,57M contre 5,48M anticipé). **L'indice synthétique des indicateurs avancés de l'économie américaine** publié par le Conference Board progresse de + 0,3 % en juin (contre + 0,2 % attendu), grâce notamment aux contributions positives des conditions de crédit, des permis de construire et des demandes d'allocations-chômage. Après les doutes apparus au cours des derniers mois, les indicateurs les plus récents sont venus rassurer sur la poursuite du cycle de croissance américain. Cependant, au-delà des chiffres de court terme, nous ne croyons pas à une véritable ré-accélération.

■ Europe

Le climat des affaires se dégrade fortement au Royaume-Uni mais résiste en zone euro. D'après une première estimation, l'indice **PMI Composite du Royaume-Uni** revient, en juillet, et pour la première fois depuis plusieurs années, sur un niveau indiquant une contraction de l'activité (47,7, contre 49 attendu et après 52,4 en juin). Ses composantes portant sur les services et l'industrie sont toutes deux en territoire négatif. En revanche, la première estimation de l'indice **PMI Composite de la zone euro** ne montre qu'une légère érosion (52,9 contre 52,5 attendu et après 53,1 en juin). Les PMI Composite de l'Allemagne et de la France progressent tous deux (la baisse de la composante industrielle en Allemagne étant compensée par une hausse dans les services), laissant supposer que ce sont les PMI Composite de l'Espagne et/ou de l'Italie qui se replient. Cependant, en Allemagne, l'indicateur **ZEW** (confiance des analystes financiers) a chuté beaucoup plus que prévu en juillet, revenant sur son plus bas niveau depuis fin 2012 (- 6,8 contre 9 attendu et 19,2 en juin ... En France, en revanche, l'**indicateur de conjoncture industrielle de l'Insee** s'améliore (103 contre 101 attendu et 102 en juin) même si certaines de ses composantes envoient des signaux mitigés. Le tableau des indicateurs de juillet est encore loin d'être complet (d'autres seront publiés au cours des prochains jours) mais, à ce stade, nous n'avons pas de raison de revenir sur les récents changements faits à nos prévisions pour le Royaume-Uni (prévision de croissance du PIB revue en baisse de 1,8 % à 1,1 % pour 2016, de 2 % à 0,2 % pour 2017) et pour la zone euro (croissance du PIB réduite de 1,6 % à 1,5 % pour 2016, de 1,5 % à 1,2 % pour 2017).

■ Japon

L'indice PMI de juillet montre que la production manufacturière japonaise remonte la pente. Tout en restant inférieur à 50, l'indice est passé de 48,1 en juin à 49,0 en juillet. Cette publication indique aussi que la pression sur les prix continue de faiblir. De plus, les exportations et les nouvelles commandes à l'exportation sont ressorties négatives, probablement en raison du raffermissement du yen. Il est important de noter que les exportations sont restées moroses en mai, notamment en Europe où elles sont entrées en territoire négatif, alors que les volumes augmentaient ces derniers mois. Depuis plusieurs mois, les fondamentaux économiques se sont affaiblis. En juillet, l'indice PMI a laissé entrevoir une amélioration attendue depuis longtemps, même si son niveau inférieur à 50 témoigne de conditions opérationnelles toujours difficiles.

■ Russie

Alors que la production industrielle a cru de + 1,7 % en ga (glissement annuel) en juin – chiffre bien meilleur qu'au mois de mai et prévu par le consensus (+ 0,7 %)-, les ventes au détail sont toujours très mauvaises avec une nouvelle baisse de 5,9 % en ga en juin contre 6,1 % en mai. Les salaires réels ont fortement rebondi de - 1 % en ga en mai à + 1,4 % en juin en lien avec la stabilisation du taux de chômage à 5,4 %. Le revenu disponible des ménages est toujours en forte baisse en juin (- 4 ; 8 % en ga) mais moins qu'en mai (- 6,2 %). Les indices de prix à la production ont également accéléré : 5,1 % en ga en juin versus 3,2 % en mai. Alors que nous anticipons des baisses de taux en Russie cette année puisque l'inflation tend à diminuer, l'écart entre le rebond des salaires réels et la persistance de la chute des ventes au détail pourrait entraîner une nouvelle hausse des prix. Si ces risques inflationnistes se matérialisaient, les baisses de taux prévues seront de moindre ampleur.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Le taux 10 ans allemand repasse brièvement en territoire positif, finissant la semaine à 0,00 %. Le taux 10 ans américain est passé de 1,55 à 1,59 %. En Europe, les spreads souverains ont continué à se contracter sur la première partie de semaine, avant de revenir à l'écartement après le conseil des gouverneurs. Notons que depuis le début de l'année 2016, les émissions nettes après achats de la BCE sont négatives pour environ 200 Mds €. Nous restons positifs en ce qui concerne les obligations italiennes et espagnoles, car la BCE devrait faire des annonces au sujet de l'évolution de son programme d'achat d'obligations souveraines lors du conseil des

gouverneurs du 8 septembre. Ces annonces devraient être particulièrement positives pour les obligations italiennes et espagnoles.

■ Taux de change

Semaine relativement calme pour les grandes devises. La parité EUR/USD s'établit à 1,10 alors la parité USD/JPY est en hausse de 1,2 %, pour finir la semaine à 106. La livre turque a perdu 5,27 % sur la semaine, notamment en raison des événements politiques. Nous nous attendons à relativement peu d'évolutions pour la parité EUR/USD sur les semaines à venir. A court terme, le yen peut continuer à se déprécier avec les spéculations d'assouplissement de la politique monétaire. Pour le moment, la livre sterling s'est stabilisée mais les risques pesant sur le marché immobilier londonien (et donc sur l'économie britannique) font qu'il est risqué de reprendre des positions longues.

■ Crédit

Les marchés du crédit ont performé cette semaine. Les indices de CDS Main et Crossover se sont respectivement resserrés de - 3 et - 5 pb. Le marché primaire euro a redémarré. 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. Les investisseurs sont inquiets par la moindre capacité des banques à générer des profits dans un environnement à risque (niveau de créances douteuses élevé dans la zone euro, risque systémique lié aux difficultés de Deutsche Bank, immobilier au Royaume Uni). Les banques sous-capitalisées pourraient rencontrer de plus en plus de difficultés pour renforcer leurs fonds propres via une capitalisation de leurs bénéfices ou en levant de nouveaux capitaux. La réponse de Mario Draghi est claire : un soutien public serait acceptable pour les banques dans des circonstances exceptionnelles pour résoudre le problème des créances douteuses dans la zone euro.

■ Actions

Des marchés plutôt calmes. Sans pour autant baisser, les marchés reprennent leur souffle à l'approche des stress tests bancaires européens, publiés le 29 juillet. Certains marchés sont maintenant au-dessus de leur niveau de début d'année : le MSCI émergents est 10 % et le S&P500 6 % au-dessus. D'autres sont encore en dessous : le MSCI EMU est à - 8 % et le Topix à - 13 %. Le fait que le marché américain ait réussi à casser ses plus hauts historiques après avoir tenté de le faire pendant plus d'un an est un signal réconfortant pour l'ensemble des marchés actions (voir édito). Pour l'instant, ce sont les marchés émergents qui profitent le plus de ce signe positif.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2165	0.2%	3.8%	5.9%
Eurostoxx 50	2970	0.4%	-0.3%	-9.1%
CAC 40	4377	0.1%	-0.1%	-5.6%
Dax30	10144	0.8%	0.7%	-5.6%
Nikkei 225	16627	0.8%	3.5%	-12.6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	871	0.4%	5.0%	9.7%
Matières premières - Volatilité	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	46	-3.0%	-7.4%	23.9%
Or (\$/once)	1325	-0.9%	4.6%	24.8%
VIX	13	-0.1	-8.6	-5.6
Marché des changes	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.10	-0.2%	-2.5%	1.5%
USD/JPY	106	1.2%	1.6%	-12.0%
EUR/GBP	0.84	0.4%	9.4%	13.9%
EUR/CHF	1.09	0.0%	0.3%	-0.1%
Marchés des taux	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.34	--	-	-21 bp
Euribor 3M	-0.30	--	-3 bp	-17 bp
Libor USD 3M	0.70	+1 bp	+6 bp	+9 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.61	+4 bp	-3 bp	-26 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0.00	--	-6 bp	-63 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.71	+4 bp	-3 bp	-34 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.59	+4 bp	-9 bp	-68 bp
Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+24 bp	+1 bp	-12 bp	-12 bp
Autriche	+22 bp	--	-13 bp	-5 bp
Pays-Bas	+12 bp	+1 bp	-11 bp	-4 bp
Finlande	+15 bp	-1 bp	-14 bp	-14 bp
Belgique	+27 bp	+2 bp	-12 bp	-7 bp
Irlande	+51 bp	+1 bp	-20 bp	-1 bp
Portugal	+310 bp	-3 bp	+1 bp	+121 bp
Espagne	+116 bp	-6 bp	-28 bp	+2 bp
Italie	+127 bp	+2 bp	-10 bp	+30 bp
Marchés du crédit	22/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+68 bp	-3 bp	-10 bp	-9 bp
Itraxx Crossover	+319 bp	-5 bp	-20 bp	+4 bp
Itraxx Financials Senior	+92 bp	-5 bp	-8 bp	+15 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 22/07/2016 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

societegeneralegestion.fr