

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Marchés : La dernière réunion du FOMC n'a pas changé de beaucoup la probabilité de relèvement des taux anticipée par les marchés ; l'USD s'est déprécié contre l'EUR et la plupart des autres devises. Le crédit a adopté une tendance plus stable; des marchés encore calmes.

Etats-Unis : Les chiffres de croissance du T2 déçoivent.

Europe : La bonne résistance du climat des affaires se confirme en zone euro. Publication des estimations préliminaires du PIB du T2.

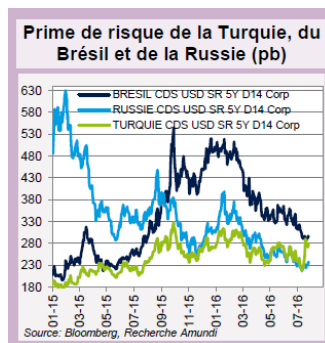
> L'événement

Turquie : dégradation du paysage politique et des notes souveraines

Depuis la tentative de coup d'État du 15 juillet, le paysage politique turc continue de se dégrader. Après avoir multiplié les purges dans les milieux universitaires et journalistiques, dans la police, l'armée et d'autres branches des services publics, le gouvernement a décrété l'État d'urgence pour 3 mois pour se donner les moyens d'écartier tout opposant au régime.

Suite à ces événements, Moody's a placé sous surveillance la note Baa3 de la Turquie le 18 juillet en vue d'une dégradation, et S&P a baissé la note de BB+ (le pays n'était déjà plus investment grade) à BB, avec perspective négative, le 20 juillet. Gageons que Fitch s'apprête à prendre des mesures similaires.

D'après Moody's, ce coup d'État raté oblige à reconsidérer les défis actuels concernant la croissance économique, les mécanismes externes d'absorption des chocs et les institutions politiques. L'agence s'apprête à analyser l'impact des problèmes politiques à moyen terme sur la croissance, sur l'incapacité de la Turquie à conduire des réformes et à « se gouverner », et enfin sur son moindre accès à la liquidité extérieure. « La Turquie » a rappelé Moody's, « continue d'évoluer dans un environnement financier et géopolitique fragile, et sa vulnérabilité externe s'accroît, ce qui augmente les risques de sorties de capitaux massives, de chute plus rapide des réserves et, dans le pire des cas, de crise de la balance des paiements. »



Pour sa part, S&P justifie sa décision par les éléments suivants : l'accentuation de la polarisation de l'environnement politique depuis le coup d'État et son impact défavorable sur la croissance, les conditions d'investissement et les entrées de capitaux ; et l'intensification des pressions sur la balance des paiements en raison d'un affaiblissement des entrées de capitaux et des difficultés à renouveler la dette, à cause de l'accroissement des incertitudes, et ce dans un contexte de fort endettement extérieur. L'agence a maintenu sa note sous perspective négative.

Notre avis est que la Turquie ne mérite pas le rang investment grade. Certes, les déficits courants ont diminué grâce à la baisse des cours pétroliers, tout en

demeurant considérables, mais la situation continue de se dégrader à la fois sur le front géopolitique et sur celui de la politique intérieure. Dans un contexte de sorties de capitaux¹ et d'incertitude politique accrue, la Turquie va très probablement connaître une crise de balance des paiements et des difficultés pour assurer le service de sa dette, surtout au regard du volume important de ses créances extérieures et de la faiblesse de ses réserves internationales.

Des soldes extérieurs bien moins solides que ceux du Brésil ou de la Russie. Rappelons également que les soldes extérieurs et la liquidité de la Turquie sont bien moins solides que ceux du Brésil (moins bien noté) ou de la Russie (même note), et qu'elle présente donc un risque de défaut nettement plus élevé. Depuis la correction du marché, les CDS 5 ans sur la Turquie se négocient sur la base de spreads proches de ceux du Brésil et nettement plus élevés que ceux de la Russie. **De quoi reclasser définitivement la Turquie en catégorie spéculative, ce qui nous semble amplement mérité.**

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Espagne et Portugal

La Commission renonce à réclamer des sanctions à l'encontre de l'Espagne et du Portugal. Après avoir ouvert, début juillet, une procédure de sanctions à l'égard de l'Espagne et du Portugal pour déficits excessifs (procédure validée par les ministres des Finances de l'Union Européenne), la Commission Européenne a décidé, mercredi 27 juillet, de ne pas proposer d'amende pour ces deux pays. L'Espagne doit, à présent, ramener son déficit public sous 3 % du PIB en 2018, le Portugal à 2,5 % en 2016. La possibilité de sanctions sous formes de diminution des aides européennes est toutefois maintenue (une décision pourrait être prise cet automne). Tout en suivant la procédure prévue, la Commission a décidé de faire preuve de souplesse. Ce choix s'explique en grande partie par le contexte politique : nécessité, pour la zone euro, de faire front commun face au défi du Brexit, progression du sentiment eurosceptique dans de nombreux pays.

■ Japon

Le Premier ministre Shinzo Abe a annoncé cette semaine un plan de relance de 28 000 milliards JPY (265 milliards USD). Annoncé plus tôt que prévu, ce montant se trouve dans la partie haute des estimations du marché (qui anticipait entre 20 et 30 000 milliards JPY). Ces mesures entrent dans le cadre des efforts des autorités publiques pour soutenir la croissance et remettre l'économie sur une trajectoire « plus solide », a déclaré Shinzo Abe. Toutefois, seule une petite partie de cette somme peut être considérée comme du « sang frais » capable de doper immédiatement l'activité économique, et cela ne devrait donc pas suffire pour compenser l'écart de PIB qui s'élève à plus de 5 000 milliards de JPY.

■ Venezuela

Regain de tensions politiques sur fond de crise économique au Venezuela. Cette semaine l'examen du référendum révocatoire contre le président Maduro demandé par la coalition d'opposition (MUD) a été reporté au 1er août. Le même jour le gouvernement a requis une action pour fraude électorale à l'encontre de l'opposition. Le Venezuela fait face à une situation de plus en plus difficile. Cette décision risque d'aggraver la crise politique du pays tandis que l'effondrement économique se poursuit avec une contraction du PIB attendue à 10 % et une inflation qui devrait excéder 700 % en 2016- les pires prévisions mondiales du FMI. Le pays traverse également

¹ Les IDE nets sont très faibles et représentent moins de 2 % du PIB en moyenne par an depuis 10 ans, contre un déficit courant moyen de 6 % du PIB sur la période.

une crise humanitaire – le Venezuela fait face à des pénuries alimentaires et a dû rouvrir sa frontière temporairement avec la Colombie afin que la population puisse acheter des produits de base. De plus, le risque de défaut du pays sur la dette extérieure est élevé et les plus importantes échéances de dette de l'année sont prévues octobre et novembre prochain.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Europe

La bonne résistance du climat des affaires se confirme en zone euro. Attendu en baisse, l'indicateur de Sentiment Economique de la Commission Européenne a progressé en juillet (104,6, contre 103,5 attendu et 104,4 en juin). L'amélioration concerne à la fois l'industrie et les services. Une légère dégradation en France et en Espagne est compensée par une amélioration en Allemagne et en Italie. De plus, l'indicateur IFO allemand surprend à la hausse, ne perdant que très peu de terrain par rapport au mois précédent (108,3 contre 107,5 attendu et après 108,7 en juin). Sa composante portant sur les attentes se dégrade, mais celle portant sur la situation actuelle s'améliore légèrement. **Publication des estimations préliminaires du PIB du T2. En France, le PIB est stable** (0 % après + 0,7 % au T1), toutefois, en dessous des attentes du marché (+ 0,2 %). Ce ralentissement de la croissance s'explique principalement par une baisse de la formation brute de capital fixe (- 0,4 % après + 1,3 % au T1) et une stabilité de la consommation des ménages (0,0 % après + 1,2 % au T1). **En Espagne, le PIB du T2 a augmenté** de + 0,7 % après + 0,8 % en T1. Ce résultat était attendu par le marché. **En Zone Euro, la croissance reste positive au T2** (0,3 %) mais plus faible qu'au T1 (0,6 %), résultat conforme aux attentes du marché. Enfin, au **Royaume-Uni, la croissance du PIB du T2** a surpris à la hausse (+ 0,6 % au lieu de + 0,5 % attendu).

■ Etats-Unis

Les chiffres de croissance du T2 déçoivent. Les premières estimations donnent un PIB américain en hausse à + 1,2 % (annualisé) au deuxième trimestre, bien en deçà des attentes de marché (+ 2,5 %). L'accent doit être mis sur la forte contribution positive de la consommation des ménages (4,2 %, leur plus haut niveau depuis le T4 2014) alors que les investissements ont contribué négativement pour le troisième trimestre consécutif (- 9,7 %). Les chiffres du premier trimestre ont été révisés à la baisse de 1 % à 0,8 %.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Etats-Unis

Le FOMC a décidé de laisser son taux d'intérêt inchangé dans la fourchette de 0,25 %-0,5 %, comme le marché s'y attendait. Cette décision n'a pas été prise à l'unanimité : le gouverneur Esther George (Présidente de la Fed de Kansas City) s'est prononcé en faveur d'un relèvement des taux de l'ordre de 25 pb.

■ Japon

La Banque du Japon a décidé de laisser sa politique inchangée (à l'exception de la multiplication par 2 des achats d'ETF, à 6 000 milliards JPY) lors de sa réunion du 29 juillet ; toutefois, le Gouverneur Haruhiko Kuroda a répété que la Banque était prête à assouplir les conditions de crédit sous trois aspects : quantité, qualité et taux d'intérêt.

■ Russie

Sans surprise la Banque Centrale Russe (CBR) a maintenu son taux directeur inchangé à 10,5 %.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

La dernière réunion du FOMC n'a pas changé de beaucoup la probabilité de relèvement des taux anticipée par les marchés. Les rendements se sont repliés après la réunion du FOMC, les bons du Trésor saluant le statu quo de la Fed même si le principal message à retenir de sa déclaration était la dissipation des risques à court terme. En Europe, les tout premiers indicateurs de confiance parus dans la zone euro après le référendum britannique sont ressortis globalement meilleurs que prévu, signe qu'aucun phénomène de contagion n'affecte pour l'instant les perspectives de croissance. Au Royaume-Uni, au contraire, le rendement des Gilts a diminué sous l'effet du tassement des statistiques économiques et des espoirs élevés de réduction des taux de la BoE à l'approche de la réunion du Comité de politique monétaire en août. Dans la périphérie, la publication imminente des résultats des stress tests de l'EBA a favorisé un léger écartement des spreads (à peine quelques points de base). La semaine s'est clôturée avec la décision de la BoJ d'étendre ses achats de fonds négociés en bourse (FNB), mais comme la banque centrale s'est abstenue d'accélérer le rythme d'achats des obligations d'Etat, le marché obligataire a été un peu déçu. Le taux 10 ans japonais a immédiatement réagi à la nouvelle en augmentant de 9 pb. D'autre part, les principaux marchés obligataires internationaux connaissent des difficultés en raison des attentes déçues suite à l'annonce de la BoJ.

■ Taux de change

La tonalité accommodante du discours du FOMC cette semaine (voir ci-dessus) a entraîné une légère dépréciation de l'USD contre l'EUR et la plupart des autres devises. Les anticipations de nouvelles mesures de relance au Japon se sont accrues après les propos de Shinzo Abe ; par conséquent, le JPY est devenu plus volatil à l'approche de la réunion de la BoJ ce vendredi, les intervenants prévoyant un renforcement du dispositif d'assouplissement monétaire. Vendredi l'annonce par la BoJ d'un plan de relance plus faible qu'attendu a entraîné une appréciation brutale de la monnaie japonaise de retour à 103 Yen pour 1 USD.

■ Crédit

Après le net mouvement haussier de ces dernières semaines, le crédit a adopté une tendance plus stable ces derniers jours: les spreads ont cessé de se resserrer et les marchés ont marqué une pause, notamment dans la perspective des résultats des stress tests de l'EBA. Les achats de la BCE continuent de fournir un soutien technique non négligeable, en plus des flux d'investissement stables et positifs en faveur des fonds dédiés et des ETF. Aux États-Unis, les marchés du crédit ont adopté la même tendance et se sont essouffés ces derniers jours.

■ Actions

Des marchés encore calmes. En attendant la publication des stress tests bancaires (pas encore publiés alors que nous écrivons ces lignes), les investisseurs se sont intéressés à celle des résultats d'entreprises. Environ un tiers des sociétés ont maintenant publié aux États-Unis et en Europe et presque 20 % au Japon. Si le taux de 82 % de surprises positives se confirmait aux États-Unis, ce serait le meilleur trimestre à cet égard depuis le troisième trimestre 2009. En Europe, le taux de surprise ne ressort qu'à 58 %, ce qui n'est déjà pas si mal. Le Japon reste bon dernier avec 49 %.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2169	-0.3%	4.8%	6.1%
Eurostoxx 50	2982	0.3%	5.3%	-8.7%
CAC 40	4428	1.1%	5.5%	-4.5%
Dax 30	10318	1.7%	7.3%	-4.0%
Nikkei 225	16569	-0.3%	6.4%	-12.9%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	876	0.7%	6.5%	10.2%
Matières premières - Volatilité	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	42	-8.3%	-17.2%	12.4%
Or (\$/once)	1342	1.5%	1.8%	26.4%
VIX	12	0.4	-4.2	-5.8
Marché des changes	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.12	1.7%	0.3%	2.8%
USD/JPY	103	-3.1%	0.0%	-14.7%
EUR/GBP	0.85	1.1%	2.1%	14.7%
EUR/CHF	1.08	-0.1%	-0.6%	-0.4%
Marchés des taux	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.34	-	-	-21 bp
Euribor 3M	-0.30	-	-2 bp	-17 bp
Libor USD 3M	0.75	+3 bp	+11 bp	+14 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.62	--	+4 bp	-27 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	-0.10	-7 bp	+3 bp	-73 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.68	-2 bp	+4 bp	-37 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.49	-8 bp	-3 bp	-78 bp
Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+22 bp	-2 bp	-12 bp	-14 bp
Autriche	+17 bp	-6 bp	-19 bp	-11 bp
Pays-Bas	+10 bp	-2 bp	-13 bp	-6 bp
Finlande	+14 bp	-2 bp	-15 bp	-15 bp
Belgique	+24 bp	-3 bp	-14 bp	-10 bp
Irlande	+53 bp	+2 bp	-20 bp	+1 bp
Portugal	+305 bp	-4 bp	-17 bp	+116 bp
Espagne	+114 bp	-1 bp	-25 bp	-1 bp
Italie	+128 bp	+2 bp	-22 bp	+31 bp
Marchés du crédit	29/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+68 bp	--	-19 bp	-9 bp
Itraxx Crossover	+317 bp	-2 bp	-59 bp	+2 bp
Itraxx Financials Senior	+91 bp	-1 bp	-27 bp	+14 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 29/07/2016 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