

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Marchés : Les taux développés en ordre dispersé : en baisse au Royaume-Uni, relativement stables en Europe et en hausse aux Etats-Unis et au Japon. La livre en forte baisse; les écarts des rendements ont été relativement stables.

Etats-Unis : Le rapport sur l'emploi surprend positivement.

Europe : Les indices PMI de juillet témoignent d'une détérioration marquée de l'économie britannique

Marchés émergents (EMEs) : Indices PMI mitigés pour l'ensemble de la zone émergente ; les indices des prix à la consommation en hausse pour la Russie et la Turquie.

> L'événement

Banques : pourquoi les investisseurs actions ne les aiment pas ?

Les résultats des « stress » tests conduits sous l'égide de l'Autorité bancaire européenne (ABE) n'ont pas révélé de mauvaises surprises. Ces tests visent à vérifier si les grands groupes bancaires restent solvables à la suite de pertes liées à une profonde récession économique. Le scénario adverse couvre une période de trois ans et inclut une récession dans l'Union européenne de 1,2 % en 2016 et de 1,3 % en 2017.

Tout d'abord, la solvabilité des banques testées s'est considérablement améliorée depuis la crise de la dette souveraine. Les ratios moyens CET1 atteignaient 13,2 % à la fin de 2015 soit une augmentation de 400 pb depuis 2011. Le ratio CET1 (ou « Common Equity Tier 1 ») correspond au montant des fonds propres jugés solides divisé par celui des actifs pondérés des risques.



Les tests de résistance démontrent que les établissements bancaires sont globalement en mesure d'absorber un choc sur trois ans, même si le bilan n'est pas glorieux. Dans le cadre du scénario adverse, les ratios moyens CET1 tomberaient en moyenne à 9,4 %, un niveau supérieur à 5,5 % le minima requis lors du test de 2014. Il convient de noter que les tests ne comportaient pas, cette fois-ci, de seuil d'échec ou de réussite. Les pertes liées au risque de crédit contribueraient le plus fortement à la baisse de solvabilité.

L'impact du scénario adverse sur la solvabilité est très disparate d'une banque à une autre. Monte dei Paschi et Allied Irish Banks affichent de très mauvais résultats (leurs CET1 respectifs atteindraient - 2,4 % et 4,3 % en 2018). Les difficultés se concentrent également sur Bank of Ireland (6,1%) et Raiffeisen Holding (6,1 %). Les géants nationaux, Deutsche Bank, Barclays, Unicredit, Commerbank et Société Générale montrent également des signes de

faiblesses (entre 7 et 8 %).

Les stress tests n'ont pas réussi à rassurer les investisseurs quant à l'avenir des banques. L'indice STOXX Europe 50 banques a perdu plus de 5 % juste trois jours après la publication de l'EBA. Comment expliquer cette réaction ? Les investisseurs peuvent douter de l'efficacité de ces tests pour révéler les vraies faiblesses du système bancaire européen :

- Les failles des établissements irlandais et grecs n'avaient pas été détectées par les exercices menés précédemment.
- Le périmètre de l'étude est restreint et exclut, par exemple, les banques portugaises ou grecques. Le test ne concerne, en effet, que 51 établissements de l'UE ou 70% du total des actifs bancaires (vs 103 pour les stress tests 2014).
- Les scénarios peuvent difficilement prendre en considération tous les risques possibles. Étrangement, la faiblesse des taux n'a pas été prise en compte. La réalisation d'événements exceptionnels tels que le Brexit ou le risque de contrepartie n'a pas non plus été envisagé.

Plus largement, les investisseurs sont conscients que le secteur bancaire européen n'a pas - sauf cas spécifique - de problème de solvabilité mais qu'il doit faire face à un problème diffus et général de rentabilité (taux bas, surcapacité). Cela dit, la prolongation du contexte de taux bas réduira la capacité des banques à absorber les chocs.

La BCE utilisera le test de résistance pour évaluer le niveau (exigé et recommandé) de fonds propres au titre du pilier 2 à l'adresse des banques. Il sera évalué en fonction du profil de risque de chaque banque. Ces chiffres seront communiqués à la fin de l'année et pourrait avoir un impact sur le marché de la dette subordonnée.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Banques italiennes

Le résultat des stress tests des banques italiennes a été meilleur que prévu, en particulier pour UBI (ratio de stress de 8,85 %), Banco Popolare (9,05 %) et Intensa (10 %), tandis que Banca de Monte dei Paschi di Siena (MPS) a figuré parmi les plus mauvais élèves avec un ratio de stress de - 2,2 % (en ligne avec les attentes). MPS a présenté un plan de recapitalisation qui prévoit une augmentation de capital (jusqu'à 5 Mds EUR), la vente – via une titrisation - de son portefeuille de créances douteuses (9,2 Mds EUR) et l'augmentation de 29 % à 40 % des provisions pour le montant de prêts non performants restant. Les bons résultats d'UBI et de Banco Popolare sont selon nous rassurants car ils montrent que les difficultés de MPS lui sont spécifiques. Le succès du plan de recapitalisation de MPS dépendra de l'intérêt des investisseurs pour l'augmentation de capital de 5 Mds EUR et la tranche senior de la titrisation de ses créances douteuses, ou de la capacité du fonds Atlante à consacrer des fonds supplémentaires au sauvetage de MPS. L'appétence des investisseurs envers MPS sera sûrement déterminée par le nouveau business plan qui sera annoncé en septembre, et par le résultat du référendum prévu en octobre.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Etats-Unis

Le rapport sur l'emploi surprend positivement. L'emploi non-agricole a progressé de 255 000 unités en juillet, bien au-dessus des attentes (+180 000). Le taux de participation a progressé de 62,7 % à 62,8 % de la population active, le taux de chômage restant constant à 4,9 %. Le salaire horaire moyen est en hausse de 2,6 % sur les douze derniers mois (inchangé par rapport à juin). Les créations d'emploi ont été particulièrement fortes dans le secteur public (+ 38 000). Le marché de l'emploi américain continue de surprendre positivement. Cela dit, il en faudra plus pour que la Fed relève ses taux cette année, notamment après le très mauvais chiffre de croissance du T2.

■ Europe

Les indices PMI de juillet témoignent d'une détérioration marquée de l'économie britannique. L'indice PMI manufacturier calculé par Markit illustre une détérioration prononcée de l'appareil productif avec un niveau de 48,2 (contre 52,4 en juin), un chiffre également inférieur aux données préliminaires (49,1). Il s'agit du pire chiffre depuis 2012. L'indice PMI des services a aussi chuté, passant de 52,3 en juin à 47,4 en juillet, la plus forte baisse jamais enregistrée. L'indice composite, qui inclut les secteurs manufacturier et des services, a enregistré une baisse légèrement plus marquée que prévu, passant de 52,5 à 47,5. Tout chiffre inférieur à 50 témoigne d'une contraction de l'activité économique. Ces statistiques montrent que l'activité économique a très nettement souffert du référendum sur le Brexit, poussant la banque centrale (BoE) à réactiver sa politique d'assouplissement cette semaine (cf. ci-dessous).

■ Chine

En juillet, l'indice PMI manufacturier officiel de la Chine est ressorti légèrement inférieur à 49,9 (contre un consensus et un chiffre antérieur de 50,0), se stabilisant autour du niveau précédent. L'indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin pour le mois de juillet est ressorti au-dessus des attentes, à 50,6 (vs. un consensus de 48,8 et un chiffre antérieur de 48,6). Le léger accès de faiblesse de l'indice PMI manufacturier de juillet est principalement attribuable à la production (52,1 en juillet contre 52,5 en juin), aux nouvelles commandes à l'exportation (49,0 en juillet contre 49,6 en juin) et aux nouvelles commandes (50,4 en juillet contre 50,5 en juin). Il y a longtemps que nous prévoyons que l'indice PMI manufacturier officiel va tomber en-dessous du seuil de 50 à court terme pour entrer en territoire de contraction, mais nous n'anticipons pas qu'il passe en-dessous de 49 avant la fin de l'année. La solidité de l'indice PMI manufacturier Caixin est liée à la production (52,1 en juillet contre 48,1 en juin), soit son niveau le plus élevé depuis juillet 2014. L'indice PMI manufacturier Caixin joue généralement le rôle d'indicateur avancé, et nous pensons que l'économie chinoise peut encore se stabiliser autour du niveau actuel pour les troisième et quatrième trimestres cette année, ce qui va à rebours du consensus, les marchés projetant un repli marqué de l'économie chinoise au second semestre 2016.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Banque d'Angleterre

La Banque d'Angleterre frappe fort, dans le sillage des premiers mauvais chiffres économiques post-Brexit. Le taux directeur a été abaissé de 25 pb à 0,25 %. La BoE revient à sa politique d'achat de titres, qu'elle avait arrêtée en 2012. Elle achètera pour 60 Mds £ d'obligations souveraines et 10 Mds £ d'obligations d'entreprises notées investment grade. La BoE lance également une opération de « Term Funding Scheme », qui consiste en des prêts de quatre ans à des banques à un taux proche du taux directeur (pour un montant ne pouvant initialement dépasser 5% du stock total de prêts aux entreprises et aux ménages britanniques), avec des conditions qui s'amélioreront pour les banques prêtant de façon effective à l'économie réelle. Les premiers chiffres économiques post-Brexit ont poussé la BoE à revoir massivement ses prévisions de croissance et d'inflation à la baisse, ce qui l'a incité à prendre des mesures de grande ampleur. Le « Term Funding Scheme » n'est pas sans rappeler les TLTRO de la BCE.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux développés en ordre dispersé : en baisse au Royaume-Uni, relativement stables en Europe et en hausse aux Etats-Unis et au Japon. Les taux américains ont pris quelques points de base après un rapport sur l'emploi meilleur que prévu (voir au-dessus). Les taux britanniques ont baissé avec l'annonce de mesures de la BoE plus fortes que prévu (voir au-dessus). En zone euro, les spreads souverains ont légèrement baissé. Notons que la maturité des titres allemands achetés par l'Eurosystème a encore augmenté, en passant à 10,5 ans en moyenne et que les montants de titres portugais sont en forte baisse. Les taux britanniques ont encore de la marge à la baisse, les taux directeurs de la BoE pouvant encore être abaissé. Les taux allemands devraient rester bas et la courbe continuer à s'aplatir sur le segment 5 ans – 10 ans, notamment car l'Eurosystème va continuer à acheter sur des maturités de plus en plus longues.

■ Taux de change

La livre en forte baisse. La livre sterling a fortement baissé après le comité de politique monétaire de la BoE (voir plus haut), la parité EUR/GBP revenant vers 0,85. Le yen a poursuivi sa progression, initié après le comité de politique monétaire de la BoJ du 29 juillet qui avait déçu les marchés. Le real brésilien est l'une des devises qui s'est le plus appréciée sur la semaine, notamment dans le sillage du spectaculaire redressement du PMI composite (passé de 42,3 à 46,4). La livre a encore du potentiel de dépréciation. Seuls quelques mauvais chiffres économiques post-Brexit ont été publiés et le BoE va sans doute encore baisser ses taux directeurs. Le mouvement d'appréciation du yen devrait se poursuivre, ce qui incitera la BoJ à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

■ Crédit

Les écarts des rendements (spreads) ont une nouvelle fois été relativement stables pendant la semaine, malgré le regain de volatilité des marchés actions. Les résultats des stress tests menés auprès des banques européennes ne sont pas parvenus à stabiliser les cours des valeurs financières, mais les spreads des banques ont été très stables sur les segments des dettes senior et subordonnée. De l'autre côté de l'Atlantique, le crédit américain a mieux résisté que lors des phases antérieures à la baisse des prix du pétrole et des matières premières, même si certains des gains précédents ont été effacés, surtout dans l'énergie. Parmi les mesures annoncées, la BoE a prévu un programme d'achats d'obligations d'entreprises de 10 milliards GBP sur les 18 prochains mois. Toutes proportions gardées, le programme de la BoE correspond entre un tiers et un quart du rythme initial du CSPP de la BCE : toutefois, malgré sa taille plus petite, l'effet d'annonce a été important, le spread des obligations d'entreprise en livre sterling s'étant fortement resserré jeudi lors de cette annonce. La BCE a publié un rapport offrant un nouvel éclairage sur le portefeuille CSPP et la façon dont le programme a été mené jusqu'à présent : les chiffres confirment que la stratégie de la BCE à l'égard des achats des produits de écarts de rendements (spreads) dans un univers très large et diversifié d'obligations et d'émetteurs a bel et bien réussi à maintenir des conditions de financement stables et bon marché pour les entreprises, malgré les nouveaux risques posés par le Brexit et les craintes des répercussions des taux négatifs sur la rentabilité des banques. Dans l'ensemble, les résultats des stress tests ont été favorables au crédit, car malgré de très rares cas, les banques européennes ont fortement renforcé leur position en capital ces dernières années : les liquidités abondantes distribuées par la banque centrale a été un facteur de soutien supplémentaire pour le segment du crédit. À eux deux, le programme d'achat d'obligations et le plan de financement (Term funding scheme) annoncés par la BoE vont soutenir les marchés du crédit en GBP à la fois dans les secteurs non financiers et financiers : le Term funding scheme notamment devrait réduire l'offre de dette des banques à l'avenir. Ces mesures décidées par la BoE améliorent les facteurs techniques et renforcent encore la quête de rendement dans la zone euro, et sur le segment des obligations d'entreprise en dollar.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2176	0.1%	4.2%	6.5%
Eurostoxx 50	2968	-0.8%	5.5%	-9.2%
CAC 40	4405	-0.8%	5.8%	-5.0%
Dax30	10332	0.0%	8.4%	-3.8%
Nikkei 225	16254	-1.9%	3.7%	-14.6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	876	0.3%	5.3%	10.3%
Matières premières - Volatilité	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	44	2.9%	-8.9%	17.2%
Or (\$/once)	1342	-0.7%	-1.0%	26.4%
VIX	12	-0.3	-4.1	-6.7
Marché des changes	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1.11	-1.0%	-0.1%	1.9%
USD/JPY	102	-0.2%	0.1%	-15.5%
EUR/GBP	0.85	0.3%	-0.4%	14.9%
EUR/CHF	1.09	0.3%	0.4%	-0.1%
Marchés des taux	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0.34	-2 bp	-1 bp	-21 bp
Euribor 3M	-0.30	--	-1 bp	-17 bp
Libor USD 3M	0.78	+2 bp	+12 bp	+16 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.61	+1 bp	+7 bp	-27 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	-0.07	+5 bp	+12 bp	-70 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0.70	+5 bp	+15 bp	-35 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1.55	+10 bp	+17 bp	-72 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+22 bp	--	-10 bp	-14 bp
Autriche	+17 bp	-	-15 bp	-11 bp
Pays-Bas	+10 bp	--	-11 bp	-7 bp
Finlande	+14 bp	-	-12 bp	-15 bp
Belgique	+24 bp	--	-11 bp	-10 bp
Irlande	+49 bp	-5 bp	-14 bp	-4 bp
Portugal	+294 bp	-11 bp	-26 bp	+106 bp
Espagne	+109 bp	-5 bp	-29 bp	-5 bp
Italie	+122 bp	-7 bp	-23 bp	+25 bp
Marchés du crédit	05/08/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+67 bp	-1 bp	-15 bp	-10 bp
Itraxx Crossover	+316 bp	-3 bp	-39 bp	+1 bp
Itraxx Financials Senior	+89 bp	-3 bp	-26 bp	+12 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement**Achevé de rédiger le 05/08/2016 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