

Regards sur les marchés

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

> L'essentiel de la semaine

Etats-Unis : Ventes au détail décevantes et inflation un peu plus faible que prévu.

Zone euro : Le repli de la production industrielle en février n'efface pas la forte hausse de janvier.

Emergents : Statistiques économiques chinoises meilleures que prévu au mois de mars ; Le Comité du Congrès brésilien a voté en faveur de la destitution de la présidente Dilma Rousseff.

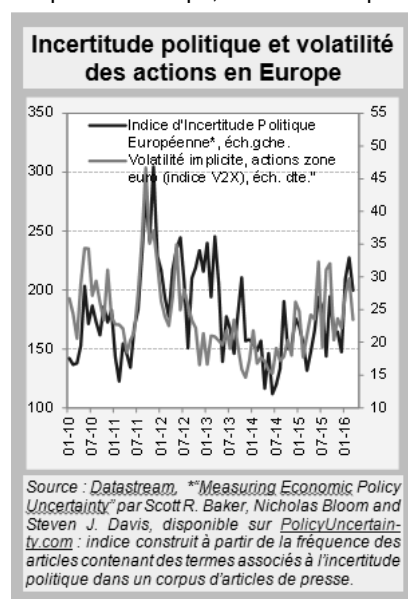
Marchés : les taux des pays développés en légère hausse ; les devises « matières premières » et des marchés émergents (hors Asie) se sont appréciées face au dollar ; les indices crédit dollar et euro sont portés par le bon chiffre des exportations chinoises; belle progression des marchés d'actions.

> L'événement

Avis de gros temps politique en Europe

Après une accalmie suite à la résolution, au moins temporaire, de la crise grecque de l'été 2015, l'Europe devra compter de nouveau, **en ce deuxième trimestre, avec une belle accumulation d'incertitudes politiques.**

La principale est constituée par le **référendum britannique du 23 juin**. Même si ce n'est pas notre scénario central, une victoire du Brexit est tout à fait plausible. Certes, du point de vue institutionnel, rien ne changerait du jour au lendemain (les traités prévoient une période de deux années pour négocier les modalités de sortie). De plus, gouvernements et banques centrales, au Royaume-Uni comme en zone euro, s'emploieraient, au moins dans un premier temps, à communiquer sur leur détermination à prendre les mesures nécessaires pour que la



separation se déroule en bon ordre. Cependant, au vu de l'ampleur des risques de long terme (encouragement apporté aux forces eurosceptiques dans les autres pays, nécessité, de ce fait, pour les autres Etats membres, de limiter les concessions faites aux Britanniques, nombreuses incertitudes concernant l'avenir de la place financière de Londres et l'évolution du marché des services financiers, alors que le libre échange des biens serait très probablement préservé), on ne saurait écarter l'hypothèse d'un choc majeur d'incertitude. Ne pourraient alors l'endiguer que des mesures décisives, impliquant, côté zone euro, un saut quantitatif et qualitatif en matière de politique monétaire non-conventionnelle et/ou des mesures de politique d'intégration économique tendant vers plus de fédéralisme. S'entendre sur de telles mesures n'est pas impossible, mais la route sera difficile.

Il faut également garder à l'esprit que le Brexit pourrait bien coïncider avec la résurgence d'autres foyers d'incertitudes. Le premier concerne **l'Espagne** où, si aucun gouvernement n'a pu être formé le 2 mai, de nouvelles élections seront organisées le 26 juin (avec, de nouveau, le risque qu'elles n'aboutissent à aucune majorité claire dans un contexte

marqué par une dérive importante des comptes publics). Un second concerne la **Grèce**, qui peine toujours à trouver un accord avec ses créanciers (zone euro et FMI) eux-mêmes divisés alors qu'elle doit obtenir des fonds pour rembourser d'importantes échéances à la BCE le 20 juillet. Nous pourrions ajouter le cas du **Portugal**, qui, s'il perd sa dernière note souveraine investment grade, pourrait voir sa dette rendue inéligible au programme d'achat de la BCE (décision de l'agence DBRS attendue le 29 avril). Ces situations ne mettent pas en danger l'existence de la zone euro (l'Espagne est pour l'instant protégée par l'action de la BCE, la Grèce n'a plus d'appétit pour l'épreuve de force mais peut jouer, à l'inverse, de son rôle dans la crise des réfugiés et de la détermination de l'Allemagne à la maîtriser, une solution de contournement devrait pouvoir être trouvée pour la dette portugaise). La combinaison de ces sujets pourrait, cependant, venir compliquer la question de la coordination des Etats membres de la zone euro face au défi du Brexit et, du point de vue des marchés internationaux, dégrader encore un peu plus la perception générale de l'environnement politique européen. Le pire, cependant, n'est pas certain, et si l'Europe parvient à naviguer avec succès entre ces écueils de milieu d'année, l'horizon du deuxième semestre devrait tout de même être plus dégagé.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ France

Le programme de stabilité 2016-2019 a été présenté mercredi 13 avril. Il prévoit une réduction du déficit public de 3,5% en 2015 à 2,7% en 2017, et cible l'équilibre structurel (qui correspond à l'objectif de moyen-terme de la France) pour 2019. Ces prévisions reposent sur une hypothèse de croissance de 1,5% en 2016 et 2017, 1,75% en 2018 et 1,9% en 2019, ainsi qu'une croissance potentielle de 1,5% en 2016 et 2017, 1,8% en 2018 puis 1,9% en 2019.

■ Banques italiennes

Fonds Atlante pour la recapitalisation et le rachat des créances douteuses des banques italiennes : saluée par le gouverneur de la Banque centrale italienne et les dirigeants du FMI, l'annonce du lancement imminent du fonds Atlante pour soutenir les banques du pays a entraîné un rebond du secteur financier transalpin au cours de la semaine. Avec un objectif total de 6 milliards d'euros de capitaux et abondé par les grandes banques italiennes, des fondations, des compagnies d'assurance et la CDP, ce fonds servira à recapitaliser les banques et à les libérer de leurs créances douteuses.

■ FMI

Le FMI réduit ses prévisions de croissance économique mondiale. Le FMI prévoit désormais une croissance du PIB mondial de 3,2% en 2016 et 3,5% en 2017 (contre, respectivement 3,4% et 3,6% prévu en janvier). Pour 2016, la prévision concernant les Etats-Unis est abaissée à 2,4% (contre 2,6% précédemment), celle pour l'Europe à 1,5% (contre 1,7%) et celle pour l'ensemble des pays émergents à 4,1% (contre 4,3%). La présidente du FMI, Christine Lagarde, a insisté sur la multiplicité des risques (notamment financiers et géopolitiques) par rapport à ce scénario.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Zone euro

Le repli de la production industrielle en février n'efface pas la forte hausse de janvier. La production industrielle s'est repliée de -0,8% en février, sachant que la forte hausse de janvier a à peine été révisée en baisse (+1,9%, contre +2,1% annoncé précédemment). L'inflation a, au final, été nulle sur un an en mars, alors qu'elle avait précédemment été annoncée en repli de -0,1%. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) n'a pas été révisée et a bien été de +1%. Etats-Unis

■ Etats-Unis

Ventes au détail décevantes et inflation un peu plus faible que prévu. Attendues en légère hausse, les ventes au détail de mars se sont repliées de 0,3% par rapport à février (sachant que leur variation de février a été révisée à 0%, au lieu du repli de -0,1% annoncé précédemment). Les ventes au détail Control group (retenues dans le calcul de la consommation personnelle dans le PIB) ont, pour leur part, progressé de +0,1% sur le mois (alors qu'elles étaient attendues en hausse de +0,4%, après une progression de +0,1% en février, au lieu de la stagnation annoncée auparavant). L'inflation, pour sa part, a été de 0,9% en mars sur un an (alors qu'elle était attendue à 1%, soit le même rythme qu'en février). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a également légèrement reflué, à +2,2% contre +2,3% en février.

■ Japon

En février, les commandes de machines ont baissé de 9,2 % par rapport au mois précédent, alors que le marché avait tablé sur un repli de -12,4 %.

■ Chine

Les statistiques économiques chinoises ont été nettement meilleures que prévu au mois de mars. Au 1er trimestre, la croissance du PIB chinois en glissement annuel (GA) est ressortie en ligne avec les prévisions, à 6,7 % (vs. un consensus de 6,7 % et un chiffre précédent de 6,8 %), atteignant son niveau le plus bas depuis 28 trimestres depuis mars 2009 (6,2 %). Ce ralentissement est principalement dû à la consommation et aux exportations nettes. En ce qui concerne les statistiques de l'économie réelle : (1) la croissance en GA de la production industrielle s'est révélée plus élevée que prévu à 6,8 % (vs. un consensus et un chiffre précédent de 5,9 %) ; (2) la croissance en GA des ventes de détail en mars a été un peu plus soutenue que prévu, à 10,5 % (vs. un consensus de 10,4 % et 11,1 % en décembre) ; (3) depuis le début de l'année, la croissance en GA des investissements en capitaux fixes est ressortie au-dessus des anticipations, à 10,7 % (vs. un consensus de 10,4 % et un chiffre précédent de 10,2 %), avec une croissance en GA des investissements dans l'immobilier en mars nettement plus soutenue que prévu, à +6,2 % (vs. 3,0 % en février et 1 % en décembre), et qui remontent 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 en ligne avec les prévisions à 13,4 % (vs. un consensus de 13,5 % et un chiffre précédent de 13,3 %). Le financement social total s'est aussi révélé plus élevé que prévu, à 2 340 milliards CNY (vs. un consensus de 1 400 milliards CNY et un chiffre précédent de 780 milliards CNY). Enfin, les nouveaux prêt libellés en yuan ont également été plus importants que prévu, à 1 370 milliards RMB (vs. un consensus de 1 100 milliards RMB, et un chiffre précédent de 726,6 milliards RMB). S'agissant du commerce, la croissance des exportations en GA en mars est ressortie nettement supérieure aux prévisions, à 11,5 % (vs. un consensus de 10 % et un chiffre précédent de -25,4 %), tandis que la croissance en GA des importations a également surpris à la hausse, à -7,6 % (vs. un consensus de -10,1 % et un chiffre précédent de -13,8 %). Quant aux prix, l'IPC en GA a été légèrement plus faible que prévu, ce qui est une bonne nouvelle (à 2,3 % vs. un consensus de 2,4 % et un chiffre précédent de 2,3 %) et l'IPI a été plus élevé que prévu (également une bonne nouvelle), à -4,3 % (vs. un consensus de -4,6 % et un chiffre précédent de -4,9 %).

■ Brésil

Le Comité du Congrès composé de 65 membres désigné par Eduardo Cunha au mois de décembre a voté (à 38 voix contre 27) lundi dernier en faveur de la destitution de la présidente Dilma Rousseff. L'issue de cette procédure dépendra du résultat des trois étapes suivantes : 1/ l'approbation de la Chambre basse (avec une majorité des deux-tiers) 2/ l'approbation du Sénat (majorité simple) 3/ une période de test de 6 mois pendant laquelle le vice-président Michel Temer assurera la présidence par intérim et le Sénat décidera de l'avenir de la Présidente. La prochaine étape est le vote de la Chambre basse ce dimanche. 172 votes sont nécessaires sur les 513 membres pour éviter la présentation devant le Sénat. Après les défections récentes de la coalition gouvernementale (le Parti du mouvement démocratique brésilien en mars et le parti progressiste cette semaine), Dilma Rousseff se retrouve semble-t-il seule pour affronter cette procédure.

POLITIQUE MONETAIRE

■ Royaume-Uni

La BoE a voté à l'unanimité en faveur d'un maintien des taux à 0,5 % et du volume de Gilts à 375 Mds £ à son bilan. Le contenu du communiqué de presse a toutefois sensiblement évolué par rapport au mois de mars et met clairement en exergue l'impact du référendum sur l'appartenance à l'Union Européenne sur l'économie. Le Conseil fait notamment remarquer que « l'incertitude liée au référendum sur le maintien du pays dans l'UE a commencé à peser sur certains secteurs économiques » et que cela « pourrait quelque peu ralentir la croissance au 1er semestre 2016 ». Selon les membres du Conseil, l'accès de faiblesse de la livre sterling est dû aux incertitudes entourant le référendum et ils s'interrogent sur l'impact réel de l'évolution de la devise sur l'économie britannique.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux des pays développés en légère hausse. Le taux 10 ans allemand a pris 5pb pour finir la semaine à 0,15%. Le taux 10 ans japonais a atteint un nouveau plus bas historique à -0,11%. Les spreads espagnols se sont légèrement contractés sur la semaine et le spread 10 ans portugais s'est resserré de 30 pb.

■ Taux de change

Les devises « matières premières » et des marchés émergents (hors Asie) se sont appréciées face au dollar au cours de la semaine. Les trois devises les mieux orientées ont été le peso colombien (+3 % sur la semaine), suivi du rand sud-africain et du peso chilien (+2,8 %). La tendance haussière de la paire GBP/USD observée en début de semaine s'est inversée jeudi après les déclarations de la BoE (cf. ci-avant), et s'est établie à 1,417 ce vendredi. La livre sterling a de loin enregistré la pire performance parmi les devises développées, avec un repli d'environ 4 % face au dollar depuis le début de l'année. La parité EUR/USD est en baisse de plus de 1 % et s'est établie à 1,12.

■ Crédit

Les indices crédit dollar et euro se sont resserrés cette semaine portés par le bon chiffre des exportations chinoises. Notons également la baisse de la volatilité sur les marchés actions. Les indices de CDS itraxx et Crossover se sont resserrés de 7 et 25 pb au cours de la semaine. Le marché primaire euro est resté actif sur le segment IG, confirmant l'appétit des investisseurs. Les émetteurs américains ont été très actifs sur le marché euro.

■ Actions

Belle progression des marchés d'actions. Les bonnes statistiques du commerce extérieur chinois, la poursuite de la hausse des prix du pétrole avant la réunion de l'Opep et les avancées au sujet du système bancaire italien expliquent en grande partie cette baisse de l'aversion pour le risque. Le rebond est plus marqué au Japon et dans la zone euro. Les émergents suivent de près. Les Etats-Unis ferment la marche. Ce qui s'explique par la hausse du dollar.

> Aperçu sur les marchés

| Marchés d'actions | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
|--------------------------------------|------------|---------------|-------------|---------------|
| S&P 500 | 2083 | 1,7% | 3,3% | 1,9% |
| Eurostoxx 50 | 3054 | 4,9% | -0,4% | -6,5% |
| CAC 40 | 4494 | 4,4% | 0,5% | -3,1% |
| Dax 30 | 10056 | 4,5% | 1,2% | -6,4% |
| Nikkei 225 | 16848 | 6,5% | -1,6% | -11,5% |
| MSCI Marchés Emergents (dôteure -1J) | 845 | 3,5% | 6,9% | 6,5% |
| Matières premières - Volatilité | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
| Pétrole (Brent, \$/baril) | 43 | 1,9% | 10,3% | 14,6% |
| Or (\$/once) | 1228 | -0,9% | -0,4% | 15,7% |
| VIX | 13 | -1,9 | -3,4 | -4,7 |
| Marché des changes | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
| EUR/USD | 1,13 | -1,1% | 1,5% | 3,9% |
| USD/JPY | 109 | 0,8% | -3,7% | -9,6% |
| EUR/GBP | 0,80 | -1,3% | 1,4% | 8,0% |
| EUR/CHF | 1,09 | 0,4% | -0,5% | 0,4% |
| Marchés des taux | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
| EONIA | -0,34 | -1 bp | -9 bp | -21 bp |
| Euribor 3M | -0,25 | -- | -2 bp | -12 bp |
| Libor USD 3M | 0,63 | -- | -1 bp | +2 bp |
| Taux 2 ans (Allemagne) | -0,51 | - | -6 bp | -17 bp |
| Taux 10 ans (Allemagne) | 0,15 | +5 bp | -17 bp | -48 bp |
| Taux 2 ans (Etats-Unis) | 0,75 | +6 bp | -21 bp | -29 bp |
| Taux 10 ans (Etats-Unis) | 1,77 | +5 bp | -20 bp | -50 bp |
| Ecart de taux 10 ans vs Allemagne | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
| France | +35 bp | +1 bp | -1 bp | -1 bp |
| Autriche | +21 bp | -- | -- | -6 bp |
| Pays-Bas | +22 bp | - | +13 bp | +6 bp |
| Finlande | +31 bp | +3 bp | - | +2 bp |
| Belgique | +40 bp | +2 bp | - | +6 bp |
| Irlande | +69 bp | - | +10 bp | +16 bp |
| Portugal | +305 bp | -20 bp | +39 bp | +117 bp |
| Espagne | +137 bp | -6 bp | +17 bp | +23 bp |
| Italie | +121 bp | -1 bp | +16 bp | +24 bp |
| Marchés du crédit | 15/04/2016 | Sur 1 semaine | Sur un mois | Dep. 31/12/15 |
| Itraxx Main | +72 bp | -7 bp | -3 bp | -5 bp |
| Itraxx Crossover | +310 bp | -25 bp | -18 bp | -5 bp |
| Itraxx Financials Senior | +89 bp | -12 bp | +8 bp | +12 bp |

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 15/04/2016 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