

# Regards sur les marchés

Document destiné principalement à des professionnels | Hebdomadaire | [www.societegeneralegestion.fr](http://www.societegeneralegestion.fr)

## > L'essentiel de la semaine

**US : Chiffres mitigés concernant l'immobilier. Demandes hebdomadaires d'allocations chômage touchent un nouveau plus bas historique.**

**Eurozone : La dette publique a présenté sa première baisse annuelle en pourcentage du PIB depuis la crise.**

**Japon : Amélioration des chiffres de la balance commerciale en Mars.**

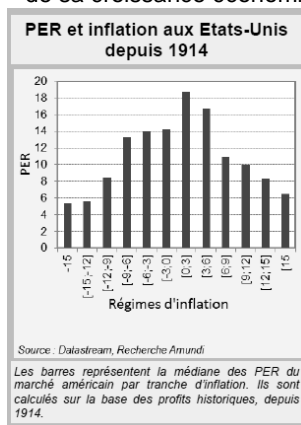
**Pays Emergents : Inflation faible en Inde. Les tensions politiques continuent au Brésil.**

**Marchés : Les cours pétroliers continuent de se redresser et cette tendance a exercé des pressions sur les emprunts d'État ; Au cours de la semaine, le dollar américain s'est déprécié face à la majorité des autres grandes devises ; Les spreads de crédit se sont encore resserrés sur les segments IG et HY ; Marchés actions encore en hausse.**

## > L'événement

### Actions : le marché directeur américain de retour à son plus haut historique !

**Les peurs du début d'année ont été effacées.** Après les inquiétudes du début d'année (baisse du RMB, inquiétudes sur la Chine), les marchés d'actions sont repartis à la hausse un peu avant la mi-février. Certains d'entre eux ont fini par effacer la contre-performance du mois de janvier, notamment le marché américain. Les marchés ont bénéficié de deux moteurs : le retournement à la hausse du prix du pétrole (le Brent est passé de 27 \$ à 43 \$ depuis la fin janvier) et l'affaiblissement du dollar, notamment suite au FOMC du mois de mars à l'occasion duquel la Fed a montré sa détermination à rester accommodante plus longtemps. L'ISM manufacturier américain est repassé au-dessus des 50 et récemment les statistiques chinoises (PIB, production industrielle, commerce extérieur, masse monétaire) sont venues rassurer sur la capacité de la Chine à « gérer » l'atterrissage en douceur de sa croissance économique.



**Le marché américain a à la fois mieux amorti la chute et bien rebondi ensuite.** Son PER est ainsi passé de 18x les profits des 12 derniers mois à moins de 16x avant de revenir au point de départ. Or, il existe une relation pérenne dans le temps entre les régimes d'inflation et les niveaux de PER (voir graphique). Les marchés se payent le plus cher quand le régime d'inflation est légèrement positif ; (entre 0 et 3 %). Si l'inflation augmente ou passe en territoire négatif à partir de ces niveaux, alors le niveau du PER baisse. C'est exactement ce qui s'est passé en début d'année. Le niveau de 18x colle bien avec la moyenne historique d'un régime parfait d'inflation (entre 0 et 3 %). Puis les risques déflationnistes ont précipité le PER vers le bas. Enfin, la dissipation de ces risques a permis un retour à la case départ.

**Que faut-il en penser pour l'avenir ?** Dépasser le niveau de 18x les profits des 12 derniers mois reviendrait à passer en territoire d'exagération à la hausse en termes de valorisation. A moins bien sûr que les profits repartent à la hausse grâce à une amélioration de la croissance nominale du PIB. Dans le contre-choc pétrolier de 1987, les marges qui étaient sur le déclin avaient réussi à rebondir. Mais, on reste prudent sur cette possibilité car les salaires commencent à se reprendre. Quoi qu'il en soit, la valorisation du marché américain apparaît aujourd'hui très élevée par rapport aux autres marchés. Une combinaison des PER et Prix sur actif net (PBV) du S&P500 relative à celle du MSCI Monde ressort à plus d'un écart-type au-dessus de la moyenne des 10 dernières années, ce qui laisse de la place pour un rattrapage (en termes relatifs) des autres marchés, notamment les marchés émergents et la zone euro.

En 2016, les marchés sont décidément devenus plus tactiques que directionnels.

## La semaine en un clin d'œil

### AUTRES EVENEMENTS

#### ■ Brésil

**Le contexte politique s'enflamme au Brésil.** Après des mois de discussions sur une éventuelle destitution de Dilma Rousseff, la chambre basse du Congrès a finalement décidé dimanche 18 avril de voter en faveur d'une destitution de la présidente, qui est accusée de ne pas avoir respecté la loi sur les comptes publics. Elle conservera néanmoins les rênes du pays pendant encore un certain temps. Toutefois, si le Sénat décide à la majorité simple de poursuivre Dilma Rousseff en justice, elle sera immédiatement suspendue pour une période pouvant aller jusqu'à six mois, ce qui laissera le temps au Sénat de statuer de manière définitive. Dans ce cas, le vice-président Michel Temer, qui était un allié de Dilma Rousseff, lui succèdera de manière provisoire jusqu'en 2018, le terme du mandat de la présidente. L'incertitude entourant la situation politique brésilienne va probablement persister quelque temps car personne ne sait combien de temps durera la procédure de destitution. Les marchés ont plutôt bien réagi à la nouvelle car M. Temer est considéré comme un dirigeant plus favorable aux marchés que Mme Rousseff. Mais s'il devient président, la mission de M. Temer sera très compliquée : il ne bénéficie que d'un soutien limité car lui et des dizaines de dirigeants politiques, dont sa garde rapprochée, font l'objet d'une enquête pour corruption ; rien ne dit qu'il obtiendra la majorité au Congrès ; enfin, il aura bien du mal à restaurer la confiance dans l'économie et à sortir le pays de la récession.

### INDICATEURS ECONOMIQUES

#### ■ Zone euro

**La dette publique de la zone euro s'est établie à 90,7 % du PIB en 2015, contre 92 % en 2014. Il s'agit de la première diminution annuelle depuis la crise.** Le déficit public, pour sa part, a continué son reflux, à 2,1 % du PIB (contre 2,6 % en 2014). En ce qui concerne les grands pays, la dette publique, rapportée au PIB, a nettement diminué en Allemagne (71,2 % en 2015 contre 74,7 % en 2014) et, plus légèrement, en Espagne (99,2 % contre 99,3 %), mais s'est accrue en France (95,8 % contre 95,4 %) et en Italie (132,7 % contre 132,5 %). L'Allemagne a réalisé, en 2015, un excédent public de 0,7 % du PIB tandis que les déficits ont été de 3,5 % du PIB en France, 5,1 % en Espagne et 2,6 % en Italie. En plus de la France et de l'Espagne, les pays de la zone euro qui conservent un déficit égal ou supérieur à 3 % du PIB sont la Grèce (7,2 % du PIB), le Portugal (4,4 %) et la Slovaquie (3 %). L'essentiel de la réduction de la dette publique de la zone euro en 2015 a été le fait de l'Allemagne. Dans le cas de l'Espagne, en particulier, la persistance d'un déficit important signifie que la stabilisation de la dette n'est pas

encore acquise. La zone euro aura besoin, encore longtemps, du soutien de la BCE qui permet aux Etats membres de se financer à des taux très faibles.

## ■ Etats-Unis

**Chiffres mitigés concernant l'immobilier. Les demandes hebdomadaires d'allocations chômage touchent un nouveau point bas.** Concernant le secteur immobilier, les **misés en chantier** ont déçu en mars (1089K contre 1166K prévu et 1194K en février), de même que les **permis de construire** (1086K contre 1200K prévu et 1177K en février). **L'indice NAHB** (confiance des promoteurs immobiliers) est stable en avril à 58 (contre 59 attendu). En revanche les **ventes de logements existants** ont été un peu plus fortes que prévu (5,33M en mars contre 5,28M attendu et après 5,07M en février). Enfin les **demandes hebdomadaires d'allocations chômage** touchent un nouveau point bas depuis 1973, à 247K (contre 265K attendu). Les chiffres moins bons que prévus des mises en chantiers confirment que la première estimation de la croissance du PIB au T1 devrait être très faible (probablement très inférieure à 1 %, en rythme annualisé). Cela dit, ils ne suffisent pas à remettre en cause la poursuite du rebond de la construction, qui devrait rester un moteur important pour la reprise. Le marché du travail continue de multiplier les signes de vigueur, même si une décélération est probable durant la seconde partie de l'année.

## ■ Japon

**En mars, la balance commerciale du Japon s'est accrue de 2,4 % par rapport à l'année précédente**, les importations chutant de 14,9 % contre une baisse de 6,8 % des exportations. Les termes de l'échange ont continué de s'améliorer sous l'effet de la baisse des cours pétroliers jusqu'au début de l'année. A noter que même s'ils ne représentent que 1 % du total des exportations nippones, les produits pharmaceutiques ont affiché une progression historique (+ 48 % en GA) grâce à la demande soutenue des États-Unis, mais aussi de la Chine. Les exportations automobiles vers la Chine se redressent pour le deuxième mois consécutif (+ 56 % en GA) mais celles de machines électriques restent affaiblies (- 8 % en GA). Vers les États-Unis, les exportations baissent en ce qui concerne les machines (-14 % en GA) mais progressent dans l'automobile (+11 % en GA) et les équipements de transmission (+ 6 % en GA). En hausse de 7,09 % en GA, les exportations du premier trimestre ont ralenti par rapport à celles du quatrième trimestre 2015 (+ 22,22 % en GA), principalement sous l'effet du ralentissement de la Chine et des Nouveaux pays industrialisés d'Asie ; en revanche, elles sont restées relativement robustes en direction du continent américain et de l'Europe. Les volumes sont en baisse en raison de la fragilité de l'économie mondiale depuis plusieurs années, mais la gestion des prix a permis de soutenir la valeur des exportations. Toutefois, les prix commençant à diminuer à cause de l'appréciation du yen, la balance commerciale devrait redevenir déficitaire.

## POLITIQUE MONETAIRE

### ■ Suède

**Comme prévu, la Riksbank a décidé de laisser ses taux inchangés à - 0,5 % mais elle a annoncé un renforcement de son programme d'achat d'obligations d'un montant de 45 milliards SEK au 2<sup>e</sup> trimestre 2016.** A priori, ce programme devrait prendre fin en juin. En outre, comme lors des réunions précédentes, la Riksbank a répété qu'elle était disposée à renforcer le caractère expansionniste de sa politique monétaire pour protéger l'objectif d'inflation de 2 %. Elle a toutefois précisé que de nouvelles mesures n'étaient probablement pas nécessaires. Élément important à noter, la décision n'a pas été prise à l'unanimité : Compte tenu de la situation économique de la Suède, Mme Cecilia Skingsley a exprimé ses réserves quant à la décision d'acheter davantage d'obligations. La décision consistant à renforcer ce programme est polémique dans un contexte marqué une croissance économique solide et par l'amélioration des perspectives d'inflation du pays. Ces deux indicateurs ont d'ailleurs été révisés à la hausse lors des dernières anticipations de la banque centrale (PIB : de 3,7 % à 4,1 % en 2015 et de 3,5 % à 3,7 % pour 2016 ; IPC : de 0,7 % à 1 % pour 2016). Cette décision de la banque centrale suédoise s'explique par l'évolution de la devise : comme l'a expliqué la Riksbank, compte tenu des politiques monétaires expansionnistes mises en œuvre dans le monde entier, la politique de la Suède « doit rester expansionniste » pour que la couronne ne s'apprécie pas plus vite que prévu. L'euro est de loin la devise la plus importante pour la Suède et la banque centrale fait tout son possible pour empêcher une appréciation trop forte de

sa devise contre la devise européenne. Selon nous, ce nouveau QE ne parviendra pas à éviter une appréciation de la couronne, pour deux raisons : l'ampleur du QE n'est pas très impressionnante et l'écart de croissance marqué entre la Suède et les autres pays du G10 renforce sensiblement l'attractivité du pays en matière d'investissement. Par ailleurs, la marge de manœuvre de la Riksbank est très faible : la vigueur de la croissance finira par se répercuter sur l'inflation, ce qui empêchera la banque centrale de rendre sa politique monétaire encore plus expansionniste, en totale opposition avec les autres principales banques centrales.

## MARCHES FINANCIERS

### ■ Obligations souveraines

**Malgré l'issue décevante de la rencontre de Doha, les cours pétroliers continuent de se redresser à l'heure où nous écrivons et cette tendance a exercé des pressions sur les emprunts d'État** : en conséquence, les rendements à l'échéance européens et américains se sont inscrits en hausse pendant la semaine, tout comme les points morts d'inflation des TIPS. Cette tendance s'est accompagnée d'un nouveau resserrement des spreads de crédit des deux côtés de l'Atlantique, ainsi que d'une baisse globale des tensions financières et de la volatilité implicite des actions.

### ■ Taux de change

Au cours de la semaine, le dollar américain s'est déprécié face à la majorité des autres grandes devises, à quelques exceptions, comme le yen qui a cédé 2,3 %. Les devises matières premières se sont notamment inscrites en forte hausse, en particulier celles liées à l'évolution du pétrole. Comme la semaine dernière, le peso colombien a enregistré la plus forte appréciation (près de 2 %), tandis que la couronne norvégienne et le dollar canadien ont gagné plus de 0,5 %. A noter également la forte hausse de la parité GBP/USD, qui a progressé de 1,4 %, renouant avec 1,44, valeur qui n'était pas observé depuis le 18 mars. La paire EUR/USD a fait preuve d'une certaine stabilité autour de 1,12 au cours de la semaine.

### ■ Crédit

Les spreads de crédit se sont encore resserrés sur les segments IG et HY. S'agissant des émetteurs spéculatifs, les obligations libellées en USD ont surperformé les obligations HY de la zone euro, et ces deux catégories de titres ont généré des performances plus élevées que les emprunts d'État correspondants. Sur le segment des obligations IG en EUR, les titres financiers n'ont regagné qu'une partie du terrain perdu face aux obligations non-financières lors des semaines qui ont suivi les dernières mesures de la BCE, et les valorisations des premières restent relativement plus attractives que celles des secondes.

### ■ Actions

Marchés actions encore en hausse. Certains marchés sont maintenant en territoire positif depuis le début de l'année. C'est le cas du S&P500 (+ 3 %) et des marchés émergents (+ 7 %). La zone euro en est à moins de 3 % (MSCI EMU) et le Japon est à la traîne à - 8 %. Ils restent assez corrélés au prix du pétrole qui a résisté à l'échec de la discussion de Doha et l'arrêt des grèves au Koweït. Les premiers résultats publiés aux Etats-Unis sont également encourageants avec 85 % de surprises positives sur les 83 publications.

## > Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2091	0,5%	2,0%	2,3%
Eurostoxx 50	3139	2,8%	2,9%	-3,9%
CAC 40	4565	1,6%	3,0%	-1,6%
Dax 30	10370	3,2%	3,8%	-3,5%
Nikkei 225	17572	4,3%	3,1%	-7,7%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	854	0,8%	2,8%	7,5%
Matières premières - Volatilité	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	45	4,7%	7,9%	21,0%
Or (\$/once)	1242	0,6%	-0,5%	17,0%
VIX	14	0,2	-0,3	-4,4
Marché des changes	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,13	-0,3%	0,3%	3,6%
USD/JPY	111	2,3%	-1,0%	-7,7%
EUR/GBP	0,78	-1,7%	-1,1%	5,9%
EUR/CHF	1,10	0,6%	0,7%	1,1%
Marchés des taux	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,34	--	-	-22 bp
Euribor 3M	-0,25	-	-1 bp	-12 bp
Libor USD 3M	0,64	-	+1 bp	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,50	+1 bp	-2 bp	-15 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,23	+11 bp	+2 bp	-40 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,82	+8 bp	-7 bp	-23 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,87	+12 bp	-7 bp	-40 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+33 bp	-1 bp	-1 bp	-3 bp
Autriche	+19 bp	-2 bp	-2 bp	-8 bp
Pays-Bas	+21 bp	-1 bp	+12 bp	+4 bp
Finlande	+29 bp	-2 bp	-3 bp	--
Belgique	+38 bp	-2 bp	-2 bp	+4 bp
Irlande	+69 bp	-1 bp	+5 bp	+16 bp
Portugal	+305 bp	+1 bp	+34 bp	+116 bp
Espagne	+135 bp	-2 bp	+13 bp	+21 bp
Italie	+123 bp	+2 bp	+19 bp	+26 bp
Marchés du crédit	22/04/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+68 bp	-5 bp	-4 bp	-9 bp
Itraxx Crossover	+290 bp	-26 bp	-10 bp	-24 bp
Itraxx Financials Senior	+81 bp	-9 bp	-7 bp	+4 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

### Avertissement

**Achevé de rédiger le 22/04/2016 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](http://societegeneralegestion.fr)