

# Regards sur les marchés

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

## > L'essentiel de la semaine

**Etats-Unis : Créations d'emplois inférieures aux attentes; indicateurs ISM évoquant des scénarios divergents.**

**Zone euro : Climat des affaires stable en avril, réduction des prévisions de croissance de la Commission européenne.**

**Marchés Emergents : Indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois d'avril ressorti à un niveau légèrement moins élevé que prévu; les indicateurs conjoncturels liés à la sphère productive sont ressortis de nouveau à la baisse.**

**Marchés : Rendements des bons du Trésor américain et des Bunds allemands à la baisse, appréciation du dollar américain, relative stabilité des obligations d'entreprise, repli des marchés actions.**

## > L'événement

### **Zone euro : croissance un peu plus forte que prévu, et maintenant ?**

Après avoir déjà fait un peu mieux que prévu en 2015, la croissance économique de la zone euro a encore, d'après une première estimation officielle, surpris à la hausse au T1 (PIB en progression de + 0,6 % par rapport au T4 2015). En réalité, des facteurs temporaires ont gonflé ce dernier chiffre et, lissé sur 4 trimestres, le rythme annuel de la croissance est stable, depuis début 2015, à 1,6 %. Cette régularité est, à première vue, rassurante dans une période marquée par plusieurs épisodes de doutes liés à des risques internes (pressions déflationnistes, crise grecque, incertitudes politiques dans plusieurs Etats membres), à des inquiétudes concernant l'environnement de croissance externe et à une forte volatilité sur les marchés financiers.

**Une majorité d'observateurs (consensus et organisations internationales) s'attendent à présent à une légère accélération de la croissance au cours des prochains trimestres ou, du moins, en 2017. Nous en sommes moins convaincus, pour les raisons suivantes :**

- **Le rythme actuel de la croissance est déjà supérieur à son niveau potentiel** (estimé par la Commission européenne à environ 1 %, mais qui pourrait même être plus bas). Alors que la région se remet encore de la récession en « double dip » des dernières années, il est vrai qu'un rattrapage encore plus rapide est théoriquement possible au moins pendant quelques années. **Cependant, deux des grands moteurs de la croissance de 2015, la baisse du pétrole et celle de l'euro, vont voir leurs effets se dissiper graduellement.** Par ailleurs, une grande partie des gains liés à la politique monétaire non-conventionnelle a probablement déjà été obtenue et il faudrait que la BCE fasse preuve de beaucoup de créativité (et de détermination à franchir les barrières juridiques et idéologiques) pour que les mesures qu'elle pourrait annoncer à partir de maintenant échappent à la loi des rendements décroissants.

- **La croissance actuelle est inférieure à celle observée au cours des années d'avant-crise** (2,4 % en moyenne sur la période 1997-2007), mais croire qu'elle pourrait rapidement retrouver un rythme comparable est oublier qu'elle était alors gonflée par une dynamique malsaine d'augmentation excessive de l'endettement des ménages et des prix de l'immobilier. Un retour à ce type de croissance est très improbable (et, accessoirement, très peu souhaitable).

- Parmi les relais de croissance déjà avérés, le retour à des **politiques budgétaires moins restrictives** ne se fait que graduellement. **Les réformes structurelles**, significatives dans certains pays, sont davantage de nature à augmenter progressivement le potentiel de croissance qu'à créer un choc rapide de nature à compenser instantanément la perte des moteurs euro et pétrole.

- **La bonne nouvelle peut venir, il est vrai, de l'investissement des entreprises**, pièce manquante de la reprise jusqu'à présent. Une conjonction de signaux portant sur le début de 2016 (amélioration de l'investissement en France, seul grand pays pour lequel les données détaillées du T1 sont déjà disponibles, poursuite de la baisse des taux de crédit bancaire aux PME dans les pays périphériques malgré les tensions sur les marchés financiers, amélioration continue du marché de l'emploi dans la majorité des Etats membres) montre que ce pourrait être le cas. Encore s'agit-il là d'un poste de croissance particulièrement sensible aux aléas politiques (à commencer par le Brexit) et financiers, qui ne manqueront pas de refaire parler d'eux au cours des prochains trimestres.

**Dans le doute, nous préférons maintenir un scénario prudent.** Tout en restant confiant dans la capacité du cycle de croissance européen, à présent bien engagé, à survivre aux nombreuses embûches qu'il continuera de rencontrer, nous laissons inchangée notre prévision de croissance stable, voire en légère décélération à moyen terme (1,5 % en 2016, 1,4 % en 2017).

## La semaine en un clin d'œil

### INDICATEURS ECONOMIQUES

#### ■ Etats-Unis

**Créations d'emplois inférieures aux attentes en avril.** L'économie américaine a créé 160 000 emplois en avril, contre 200 000 attendu et après 208 000 en mars. Les chiffres de mars et de février sont révisés en baisse d'un total de 19 000. Le taux de chômage est, pour sa part, inchangé à 5 %. Le taux de participation recule légèrement à 62,8 % (contre 63 % en mars), soit sa première baisse depuis septembre dernier. En revanche, la hausse du salaire horaire moyen accélère à + 2,5 % sur un an (contre + 2,3 % en mars). Enfin, la durée moyenne de la semaine de travail augmente légèrement à 34,5 heures contre 34,4 en mars.

**Les indicateurs ISM envoient des scénarios divergents.** L'ISM manufacturier d'avril a nettement déçu, à 50,8 (contre 51,4 attendu et 51,8 en mars). L'ISM non manufacturier a fait nettement mieux que prévu (55,7 contre 54,8 attendu et 54,4 en mars). Les chiffres du marché du travail cadrent avec notre scénario, qui prévoit une décélération progressive des créations de poste de travail et une accélération des salaires au fur et à mesure que l'économie américaine s'approche du plein emploi. Cependant, il faudra plus que les chiffres d'un seul rapport mensuel sur l'emploi pour confirmer cette tendance. Les mouvements des indicateurs ISM, en sens contraires de ceux de mars, montrent que la stabilisation de l'industrie (malmenée en 2015) n'est pas encore acquise alors que la dynamique des services reste forte. Nous nous attendons à ce que l'écart entre ces deux grands secteurs se réduise, mais de façon progressive.

#### ■ Zone euro

**Climat des affaires stable en avril.** L'indice PMI Composite de la zone euro est stable en avril à 53, très proche de son niveau de mars (53,1) et sur le même niveau qu'en février. Par rapport à mars, cette stabilité concerne à la fois l'industrie et les services. Pays par pays, le PMI Composite monte légèrement en France, en Espagne et en Italie mais s'effrite en Allemagne. **La Commission européenne réduit légèrement ses prévisions de croissance.** Sa prévision de progression du PIB pour 2015 passe à 1,6 % (contre 1,7 % prévu en février), celle pour 2017 à 1,7 % (contre 1,8 % en février). Les indicateurs PMI sont en ligne avec nos anticipations d'une croissance stable. Nous jugeons les prévisions de la Commission Européenne un peu élevées, surtout pour 2017 (année pour laquelle notre prévision est de + 1,4 %, cf. éditorial).

#### ■ Chine

**L'indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois d'avril est ressorti à un niveau légèrement moins élevé** que prévu, à 50,1 (vs. un consensus de 50,3 et un chiffre précédent de 50,2), mais il a poursuivi sa trajectoire d'expansion pour le deuxième mois depuis août 2015. L'indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin pour le mois d'avril est ressorti légèrement en-dessous des attentes, à 49,4 (vs. un consensus de 49,8 et un

chiffre antérieur de 49,7). Ce léger recul de l'indice PMI manufacturier officiel chinois en avril 2016 a été assez généralisé : chute de la production de 0,1 (à 52,3 en avril vs. 52,2 en mars), recul des nouvelles commandes de 0,4 (à 51 en avril et 51,4 en mars), baisse des stocks de matières premières de 0,8 (à 47,4 en avril vs. 48,2 en mars) et repli des nouvelles commandes à l'exportation de 0,1 (à 50,1 en avril vs. 50,2 en mars). Comme nous l'avons déjà dit dans nos précédentes éditions, nous continuons de penser que la tendance de l'indice PMI manufacturier chinois se stabilise et s'améliore, que l'économie chinoise s'approche de son creux et que cette tendance va perdurer en 2016 et 2017, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement agressives prises en 2015, et des mesures monétaires et budgétaires radicales à prévoir en 2016 et au-delà. Une reprise en forme de U nous semble toutefois improbable.

## ■ Brésil

**Les indicateurs conjoncturels liés à la sphère productive sont ressortis de nouveau à la baisse.** Le PMI manufacturier est tombé à 42,6 en avril contre 46 en mars et la production industrielle a chuté de 11,4 % contre 9,8 % le mois précédent. Le marché de l'emploi continue de se dégrader avec un taux de chômage qui est passé de 10,2 % en février à 10,9 % en mars. Ces résultats sont sans surprise et sans remontée rapide et durable du cours des matières premières il est difficile de voir comment la situation économique pourrait s'améliorer à court terme et ce quand bien même Dilma Rousseff serait destituée.

## POLITIQUE MONETAIRE

### ■ Etats-Unis

**Quelques membres de la FED ont explicitement laissé entendre que la banque centrale devait aller dans le sens d'une hausse rapide des taux.** Robert Kaplan, président de la Fed de Dallas, a notamment fait savoir qu'en cas d'affermissement des données au 2<sup>e</sup> trimestre, la Fed pourrait relever ses taux dès le mois de juin ou de juillet, tout en précisant : « C'est le scénario que j'aimerais voir se produire ». Quant à Dennis Lockhart, président de la Fed d'Atlanta, il estime que deux hausses des taux sont « certainement possibles » cette année, tout en précisant : « Les déclarations des participants et des membres du comité entre aujourd'hui et la mi-juin devraient naturellement préparer les marchés à des scénarios au minimum réalistes », alors que John Williams, président de la Fed de San Francisco, a déclaré : « Selon moi oui, il serait approprié, compte tenu de tous les facteurs dont nous avons parlé, d'aller dans le sens d'une hausse des taux d'intérêt ». Ce durcissement de ton intervient seulement une ou deux semaines après la réunion du FOMC le 27 avril, qui avait été jugée « conciliante » par les marchés. Pour la 2<sup>nde</sup> fois d'affilée, des membres du FOMC déclarent que la politique monétaire devrait aller dans le sens opposé de la décision prise lors de la dernière réunion, ce qui témoigne de certaines divergences dans le pilotage de la politique monétaire. Le communiqué officiel de la Fed montre que la croissance a ralenti et que les données relatives à la croissance et à l'inflation auront un rôle déterminant dans la prochaine décision de politique monétaire.

## MARCHES FINANCIERS

### ■ Obligations souveraines

**Les rendements des bons du Trésor américain et des Bunds allemands ont baissé** dans un contexte marqué par la volatilité accrue des actifs risqués et des matières premières. La baisse des prix du pétrole a également soutenu la partie longue des deux courbes. Parallèlement, les spreads des obligations des pays de la périphérie se sont globalement élargis en raison de la volatilité récente des actions et malgré la relative résistance du crédit. En zone euro, des pressions ont été ressenties également sur les marchés primaires avec des volumes d'activité importants et une offre de titres assortis d'échéances relativement longues parmi les émetteurs. Selon les contrats à terme sur les Fed funds, il est très peu probable que la Fed relève ses taux au mois de juin, et les dernières tendances semblent confirmer que la stabilité des politiques monétaires réduit les risques pesant sur les bons du Trésor américain à long terme. La BCE a annoncé le détail de son programme d'achat de titres du mois dernier : relativement soutenus, ces achats sont en ligne avec l'augmentation annoncée des objectifs mensuels, et font la part belle aux instruments à longue échéance. Selon les chiffres publiés par la BCE, les volumes achetés ont augmenté en avril, à 85 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros en mars. S'agissant des emprunts d'État,

l'échéance moyenne des titres achetés dans les pays du cœur de la zone s'est stabilisée à un niveau élevé en avril, voire a augmenté. Les échéances des titres achetés dans les pays de la périphérie ont coïncidé avec celles des titres achetés les mois précédents. Les rendements négatifs continuent à peser sur les marchés obligataires en euro et ont encouragé les achats de titres à plus longues échéances dans les pays du cœur de la zone euro.

## ■ Taux de change

**Le dollar américain s'est apprécié face à toutes les autres principales monnaies au cours de la semaine.**

Les devises latino-américaines et liées aux matières premières ont enregistré les performances plus décevantes, avec des reculs de plus de 2,5 % face au dollar. Les paires EUR/USD et USD/JPY ont été relativement stables, se stabilisant aux alentours de 1,14 et 106-107, respectivement. La progression soutenue du dollar au cours de la semaine s'explique essentiellement par la baisse des prix du pétrole, qui ont cédé quasiment 7 %, passant de 48 à 44 dollars. Les déclarations de deux membres de la Fed, selon lesquels une « hausse des taux en juin pourrait devenir une réalité » (cf. commentaires complémentaires ci-dessus), ont également exercé des pressions haussières sur le dollar, tout en donnant plus d'importance aux statistiques américaines.

## ■ Crédit

**Malgré la correction récente des marchés actions, les obligations d'entreprise ont fait preuve d'une relative stabilité,**

avec un élargissement très léger des spreads lors des dernières séances. Les marchés primaires restent dynamiques et les flux entrants dans les fonds dédiés demeurent positifs en Europe du fait de la quête de rendement des investisseurs sur les marchés obligataires. Les volumes de nouvelles émissions d'obligations HY ont encore accéléré en avril après le rebond du mois de mars et un début d'année plutôt médiocre. Les publications de résultats confirment que l'économie réelle se porte mieux que ce qui était craint en début d'année, et les mesures de la BCE ont réduit les risques inhérents aux chocs exogènes. Les facteurs techniques se sont sensiblement améliorés en Europe après les dernières décisions de la BCE, et la quête de rendement est désormais de retour grâce au soutien direct et indirect apporté aux obligations d'entreprise. Après leurs très bonnes performances du mois de mars, les obligations HY en euro ont encore progressé en avril : le rendement total depuis le début de l'année s'établit à 3,8 %, un niveau très légèrement inférieur au pic de 4 % atteint le 22 avril. Le segment des titres financiers notés IG témoigne de la résistance du crédit et de la volatilité des actions. Les obligations émises par les établissements financiers ont enregistré de bonnes performances ces dernières semaines, ce qui n'est pas le cas des actions. Nous maintenons notre scénario haussier, même si le rebond alimenté par les mesures de la BCE réduit clairement le potentiel de resserrement des spreads de crédit.

## ■ Actions

**Repli des marchés d'actions.** L'indice MSCI World AC s'est replié de près de 2 % cette semaine avec un retour des interrogations à propos de la croissance. Ainsi en Chine, la baisse de l'indice PMI des services (51,8 en avril contre 52,2 en mars) a ravivé les craintes d'une décélération du PIB au fil de l'année. De même, aux Etats-Unis la baisse de l'ISM manufacturier (50,8 en avril contre 51,8 en mars) a relancé les interrogations sur la capacité de la Fed à resserrer ses taux et, du même coup, fait baisser le dollar. Dès lors, relativement « protégé » par la Fed, Wall Street a tiré son épingle du jeu avec un repli de seulement 0,8 %, alors que les autres places décrochaient plus nettement avec - 2,8 % en Europe, - 3,0 % pour les Emergents et - 3,3 % au Japon. Au plan sectoriel en Europe, entre les interrogations concernant les banques d'investissement d'une part et les banques italiennes d'autre part, le secteur bancaire a une nouvelle fois sous-performé, malgré une bonne résistance de la banque de détail, notamment en France. Les doutes concernant la capacité de la Fed à remonter ses taux d'intérêts continuent de bénéficier à Wall Street qui surperforme les marchés européens depuis le début de l'année, d'autant que ces derniers sont actuellement en butte à un contexte politique tendu (référendum au Royaume-Uni, élections en Espagne et en Autriche, crise des réfugiés...) La faiblesse actuelle du dollar nous semblant plus transitoire que permanente et la valorisation du marché américain devenant de plus en plus tendue, les marchés européens devraient revenir en grâce dès lors que les hypothèses politiques se dissiperont.

## > Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2051	-0,7%	-0,8%	0,3%
Eurostoxx 50	2915	-3,7%	0,2%	-10,8%
CAC 40	4268	-3,6%	-0,4%	-8,0%
Dax 30	9815	-2,2%	2,0%	-8,6%
Nikkei 225	16107	-3,4%	2,5%	-15,4%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	809	-3,7%	0,1%	1,9%
Matières premières - Volatilité	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	45	-7,0%	12,4%	20,1%
Or (\$/once)	1288	-0,4%	5,3%	21,3%
VIX	16	0,5	2,1	-2,0
Marché des changes	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,14	-0,2%	0,3%	5,3%
USD/JPY	107	0,2%	-2,8%	-11,5%
EUR/GBP	0,79	0,9%	-2,0%	7,2%
EUR/CHF	1,11	0,9%	1,7%	1,9%
Marchés des taux	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,34	-1 bp	-1 bp	-21 bp
Euribor 3M	-0,26	--	-1 bp	-13 bp
Libor USD 3M	0,63	--	-	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,51	-3 bp	-2 bp	-17 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,16	-11 bp	+5 bp	-47 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,71	-7 bp	-2 bp	-33 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,75	-8 bp	--	-52 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+37 bp	+1 bp	+4 bp	+2 bp
Autriche	+24 bp	+2 bp	+3 bp	-3 bp
Pays-Bas	+24 bp	-	+3 bp	+8 bp
Finlande	+30 bp	--	+3 bp	+1 bp
Belgique	+43 bp	+2 bp	+5 bp	+8 bp
Irlande	+77 bp	+7 bp	+11 bp	+24 bp
Portugal	+309 bp	+20 bp	+2 bp	+120 bp
Espagne	+142 bp	+10 bp	+2 bp	+28 bp
Italie	+133 bp	+11 bp	+16 bp	+36 bp
Marchés du crédit	06/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+79 bp	+6 bp	+2 bp	+2 bp
Itraxx Crossover	+333 bp	+22 bp	+16 bp	+18 bp
Itraxx Financials Senior	+100 bp	+11 bp	+3 bp	+23 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

### Avertissement

**Achevé de rédiger le 06/05/2016 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)