

# 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 : Indicateurs stables, voire positifs (indicateurs avancés, production industrielle, taux d'utilisation des capacités, immobilier).**

**Zone euro : l'Espagne et le Portugal évitent pour l'instant les sanctions européennes en lien avec leurs dérapages budgétaires.**

**Marchés Emergents : PIB T1 russe au-dessus des attentes; statistiques économiques chinoises moins bonnes que prévu; l'indice WPI indien est redevenu positif.**

**Marchés : Après les minutes de la Fed, taux américains en hausse; dollar en hausse contre presque toutes les devises. Indices de CDS légèrement élargis mais résistance des obligations d'entreprise. Marchés d'actions en demi-teinte.**

## > L'événement

### FOMC et renminbi : le mouvement de balancier est-il en train de reprendre ?

Les minutes du FOMC d'avril montrent que les banquiers centraux américains laissent ouverte la porte à une hausse de fed funds le 15 juin. La plupart des membres du FOMC estiment qu'une hausse de taux serait appropriée si les données du T2 montrent une reprise de la croissance, la poursuite de l'amélioration sur le marché du travail et la poursuite de la remontée de l'inflation. Pour le moment, les créations d'emploi tiennent bon (160 000 créations d'emploi en avril), l'inflation continue à remonter (un peu) et les quelques chiffres durs portant sur le T2 ont été bien orientés... **Ces éléments domestiques vont donc dans le sens d'une remontée proche des fed funds.** Bill Dudley, le président de la Fed de New York, a indiqué jeudi qu'il était tout à fait possible que le FOMC prenne la décision de relever les fed funds en juin et que cela dépendrait de l'évolution des chiffres.

**Cependant, bien des questions se posent lorsque l'on regarde au-delà des frontières américaines.** L'une des plus épineuses questions concerne le vote britannique sur le référendum sur l'appartenance à l'Union Européenne, qui aura lieu le 23 juin, soit 8 jours après le FOMC. Le rapport trimestriel sur l'inflation de la BoE publié la semaine dernière estime que l'incertitude liée au Brexit a bien pesé sur la livre mais que rien ou quasiment rien n'est *priced* par les marchés d'actions et les marchés obligataires. **Remonter les fed funds à une semaine du Brexit serait en nette contradiction avec le mode « risk management » vers lequel la Fed est revenue en début d'année et attendre juillet serait plus sage.** John Williams, le président de la Fed de San Francisco et proche de Janet Yellen, mais également Dennis Lockhart ou encore Robert Kaplan ont indiqué récemment que le vote des Britanniques pourrait avoir une influence sur le vote du FOMC. Cela dit, la probabilité du Brexit donnée par les marchés de paris a fortement baissé cette semaine. **De plus, un autre obstacle - le renminbi - est susceptible de se dresser devant le FOMC.** La réaction de marché aux minutes du FOMC a été claire, avec la nette remontée des taux américains, l'appréciation du dollar et la baisse des marchés d'actions. En parallèle, la dépréciation du renminbi contre le dollar a repris et a légèrement accéléré récemment : la parité USDCNY est désormais proche de ses niveaux de janvier. Vous en conviendrez, tout cela a des airs de déjà-vu (cf. août 2015 et

janvier 2016). Les derniers indicateurs économiques en provenance de Chine, moins bons qu'attendus malgré d'importantes mesures prises par les autorités, pourraient faire souffler un nouveau vent de panique (sans doute temporaire) en ce qui concerne la Chine, ce qui serait négatif pour les actifs risqués et pour les devises émergentes (qui ont légèrement sous-performé en moyenne les devises développées ces dernières semaines). **Au final, comme dans un mouvement de balancier, une accélération supplémentaire de la dépréciation du renminbi pourrait retarder la prochaine hausse de fed funds. Pour les marchés, l'évolution du renminbi sur les trimestres à venir sera déterminante mais elle constitue également l'une des plus grandes interrogations.** Le taux de change nominal effectif chinois suivi par la PBoC (panier CFETS) a baissé de près de 6 % depuis août 2015 et vient de cesser de baisser. Cette dépréciation est-elle suffisante pour contribuer à stabiliser la Chine ? A fortiori, non. D'abord, l'inflation en Chine reste légèrement au-dessus de grandes zones comme la zone euro ou le Japon, ce qui atténue la dépréciation du taux de change nominal. Ensuite, il ne faut pas perdre de vue que le taux de change réel effectif de la Chine est encore 39 % au-dessus de son niveau de début 2008... Le balancier n'a donc pas fini de faire des aller-retour.

## La semaine en un clin d'œil

### AUTRES EVENEMENTS

#### ■ Zone euro

**Déficits budgétaires : l'Espagne et le Portugal évitent pour l'instant les sanctions européennes.** La Commission Européenne a publié mercredi ses recommandations budgétaires aux Etats membres de l'Union. Le Portugal et l'Espagne se voient réclamer d'importants efforts de réduction de leurs déficits publics en 2016-2017, mais la Commission s'abstient de réclamer, pour l'instant, des sanctions à leur égard suite à leurs importants dérapages budgétaires de 2015 (déficit de 5,1 % du PIB contre un objectif de 4,2 % pour l'Espagne, de 4,4 % contre un objectif de 2,5 % pour le Portugal). L'objectif 2016 est fixé à 3,7 % pour l'Espagne, à 2,3 % pour le Portugal, en ligne avec les cibles des gouvernements de ces deux pays. Enfin, la Commission a considéré favorablement la demande du gouvernement italien d'utiliser les clauses des textes européens permettant d'assouplir les objectifs budgétaires d'un Etat membre en raison de ses efforts de réformes structurelles et d'investissement, et accepté le principe de dépenses supplémentaires consacrées à l'accueil des réfugiés et à la sécurité. Au total, l'Italie ne doit réduire son déficit qu'à 2,3 % du PIB en 2016 (après 2,6 % en 2015). La Commission accepte le principe d'un nouvel étalement dans le temps de la réduction des déficits des pays où ils sont les plus importants, ceci afin de ménager la reprise et de tenir compte du contexte politique : l'Espagne n'a toujours pas de véritable gouvernement tandis que le dérapage budgétaire portugais de 2015 n'est pas, pour l'essentiel, le fait du gouvernement actuel. Tout est affaire de compromis, puisque la crédibilité des règles budgétaires européennes s'en trouve également un peu plus écornée. Le paradoxe du filet protecteur tissé par les achats de titres de la BCE, qui permet de s'offrir le luxe de ces dérives budgétaires, tout en réduisant l'incitation à les maîtriser rapidement, joue à plein.

### INDICATEURS ECONOMIQUES

#### ■ Etats-Unis

**Indicateurs stables, voire positifs. L'indice des indicateurs avancés** progresse nettement en avril (+ 0,6 %, contre + 0,4 % attendu, mais après une variation de mars revue en baisse à 0 %, contre + 0,2 % annoncé initialement). **La production industrielle** a, pour sa part, nettement surpris à la hausse en avril (+ 0,7 % sur le mois, contre + 0,3 % attendu, sachant que la variation de mars est, pour sa part, révisée en baisse) - 0,9 % contre - 0,6 % annoncé initialement. **Le taux d'utilisation des capacités** progresse, pour sa part, à 75,4 % (contre 75% attendu et après 74,9 % en mars). Les chiffres de l'immobilier sont mitigés : **les mises en chantier** surprennent à la hausse en avril (1172K contre 1125K attendu et après 1099K en mars) mais ce n'est pas le cas des permis de construire (1135K contre 1116K attendu et après 1077K en avril), tandis que l'indice **NAHB** (confiance des

promoteurs immobilier) est stable à 58 (inchangé par rapport à avril alors qu'il était attendu à 29). Enfin, **l'inflation** a accéléré en avril (+ 1,1 % sur un an, chiffre conforme aux attentes, contre + 0,9 % en mars). L'inflation hors énergie et alimentation a, pour sa part légèrement ralenti (+ 2,1 %, également conforme aux attentes, après 2,2 % en mars). Pris dans leur ensemble, ces indicateurs concourent à donner une vision de l'état de l'économie plus positive que celle indiquée par la 1<sup>ère</sup> estimation du PIB du T1 (en progression de seulement + 0,5 %, en rythme annualisé). En particulier, l'industrie se reprend après la faiblesse des derniers trimestres tandis que les chiffres de l'immobilier restent solides. L'inflation reste contenue, mais ce n'est que partie remise car elle va nettement accélérer au second semestre en raison d'effets de base liés au cours du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) devrait, pour sa part, connaître une légère accélération (notamment parce que l'amélioration du marché du travail entraîne un début de pressions salariales).

## ■ Russie

**Le PIB au T1 (- 1,2 % en ga) est ressorti moins dégradé qu'au T4 2015 (- 3,8 %) et au-dessus des attentes (- 2 %).** De même la production industrielle en avril est repassée en territoire positive (+ 0,5 % en ga) contre - 0,5 % le mois précédent et attendu par le consensus. Ce chiffre conforte notre scénario d'une reprise graduelle et ce d'autant que le prix du pétrole a connu une hausse de plus de 30 %. Toutefois, eu égard aux incertitudes économiques et politiques mondiales, il convient de rester prudent et de ne pas verser dans un excès d'optimisme.

## ■ Chine

**Les statistiques économiques chinoises ont été nettement moins bonnes que prévu au mois d'avril.** Voici en détail les statistiques de l'économie réelle : la croissance en GA de la production industrielle a été plus faible que prévu à 6,0 % (vs. consensus 6,5 % et 6,8 % précédemment) ; la croissance en GA des ventes de détail d'avril est également ressorti moins soutenue que prévu, à 10,1 % (vs. consensus 10,6 % et 10,5 % précédemment) ; la croissance en GA des **investissements en capitaux fixes** des premiers mois de l'année se révèle inférieure aux anticipations, à 10,5 % (vs. consensus 11 % et un chiffre précédent de 10,7 %) ; toutefois les investissements immobiliers ont été beaucoup plus soutenus qu'attendu, en hausse annuelle de 10 % (vs. 6,5 % en mars et 3,0 % en février) et remonte la pente depuis le creux de décembre 2015, contribuant ainsi à la stabilisation des **investissements en capitaux fixes**. S'agissant de la masse monétaire, l'agrégat M2 a été plus faible qu'attendu, à 12,8 % (vs. consensus 13,5 % et un chiffre précédent de 13,4 %). Enfin, les nouveaux prêt libellés en yuan ont également été moins importants que prévu, à 556,6 milliards RMB (vs. un consensus de 800 milliards RMB, et un chiffre précédent de 1 370 milliards RMB). D'après nous, le fléchissement général de l'économie réelle et de la masse monétaire ne devrait pas durer, une partie étant due à des facteurs saisonniers. Nous prévoyons depuis huit mois que l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme et les dernières données ne changeront en rien notre opinion à rebours du consensus, tablant sur une stabilisation à court terme. Parmi toutes ces données, les plus encourageantes sont celles des investissements immobiliers, qui ne cessent de s'améliorer. Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux (qu'elle se stabilise) 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 début 2016, et des mesures monétaires et budgétaires potentielles à prévoir à partir de 2016. Toutefois, une reprise en forme de U nous semble improbable, et comme les autorités la semaine dernière, nous anticipons plutôt un redressement en forme de L formé d'une croissance située dans une fourchette raisonnable, d'une stabilisation des politiques et d'une réforme de la structure de l'offre.

## ■ Inde

**L'indice des prix de gros indien est redevenu positif**, s'établissant à 0,34 % en GA. Il met ainsi fin à 18 mois consécutifs de baisse des prix et adresse un signal encourageant. Les prix de gros indiens viennent de se contracter pendant 18 mois, ce qui a représenté la plus longue baisse de l'indice WPI depuis 1975 ; ils avaient cependant atteint un niveau plancher en août 2015 et depuis, la tendance baissière s'atténuait. Nous prévoyons depuis plusieurs mois un retour en territoire positif, et cela s'est enfin produit au mois d'avril 2016. Malgré l'IPC et le WPI légèrement supérieurs aux attentes, il nous semble toujours que les perspectives d'inflation de la RBI sont en quelque sorte « à la traîne ». L'inflation se révèle beaucoup plus faible que prévu par la Banque, mais il est possible que la mousson de cette année soit « normale », ce qui pourrait apporter des perspectives d'inflation très favorables. Nous pensons que la RBI va maintenir sa politique accommodante plus longtemps et l'assouplir davantage que ne l'anticipe le marché.

## MARCHES FINANCIERS

### ■ Obligations souveraines

**Les taux américains en hausse d'environ 15 pbs**, suite à la publication des minutes de la Fed. Le taux 10 ans américain revient vers 1,85 % et le taux 2 ans est proche de 0,90 %. Dans le même temps, le taux 10 ans allemand a pris 6 bps alors que les taux japonais sont restés quasiment stables. En Europe, les spreads souverains sont en légère baisse. Nous conservons l'idée que les taux longs américains ne peuvent pas aller beaucoup plus haut. De nombreux obstacles se dressent devant le FOMC (vote sur le Brexit, dépréciation du renminbi) et plusieurs facteurs pèsent sur les taux longs (réinvestissement des titres du Trésor détenus par la Fed qui arrivent à maturité, rééquilibrage de portefeuille des Européens vers le marché obligataire américain).

### ■ Taux de change

**Le dollar en hausse contre toutes les devises, sauf contre la livre sterling qui s'apprécie fortement** après de meilleurs chiffres que prévu (ventes de détail et créations d'emploi). Le taux de change effectif du dollar est en hausse pour la troisième semaine consécutive et retrouve ses niveaux de mi-mars. La parité EUR/USD revient vers 1,12. Sur la semaine, la parité EUR/GBP est passée de 0,79 à 0,77. Les matières premières sont les devises qui perdent le plus de terrain en moyenne face au dollar. Notons que la parité USD/CNY est en hausse et revient vers 6,55, soit son plus haut niveau depuis début mars. Le dollar a clairement été emmené à la hausse par les vellétés de remontées de taux cet été affichées par les minutes du FOMC. Le dollar devrait continuer à évoluer dans une fourchette aux alentours des niveaux actuels, tirailé par les vellétés de remontées de fed funds et remontée des prix des matières premières.

### ■ Crédit

**Les indices de CDS se sont légèrement élargis après la publication du compte rendu du FOMC, tandis que ceux des obligations d'entreprise ont fait preuve de résistance et de stabilité pendant la semaine.** L'activité sur le marché primaire est restée soutenue en Europe et de nombreuses entreprises non financières devraient prochainement procéder à des émissions. Les émetteurs financiers ont aussi profité de l'impact du QE et les volumes ont augmenté sur le marché primaire. La dynamique positive des prix du pétrole et des matières premières a encore contribué à un rebond, certes limité, du marché des obligations spéculatives. Les spreads des émetteurs HY du secteur énergétique sont repassés sous les 1000 pb pour la première fois depuis des mois. Après le net rebond déclenché par la BCE en mars et une seconde hausse, moins marquée, en avril, les obligations d'entreprise en EUR se sont stabilisées en mai. Les prises de bénéfices partielles et les pressions venant du marché primaire ont mis un terme au resserrement des spreads, d'où une évolution dans une fourchette étroite. Aux États-Unis, les obligations d'entreprise ont davantage profité de la tendance des prix des matières premières et du pétrole. Les flux restent favorables aux produits de spread européens et la quête de rendement demeurera le principal moteur du marché au cours des prochains trimestres.

### ■ Actions

**Des marchés d'actions en demi-teinte.** La nouvelle importante de la semaine concerne la publication des minutes de la Fed. La première réaction des marchés d'actions a été assez limitée, mais plutôt négative. Puis, les marchés d'actions se sont repris. Le « repricing » de la possibilité de monter les taux aux États-Unis s'ajoute aux autres vents contraires attendus sur mai-juin : le référendum sur le Brexit, une saisonnalité défavorable, le fait que le marché directeur américain bute sur ses plus hauts historiques, et enfin que les bénéfices des entreprises n'ont pas encore démontré leur capacité à arrêter de se détériorer. Ce qui ne veut pas dire que les marchés vont se retourner durablement à la baisse. Ils sont simplement en train de prendre en compte une plus grande incertitude.

**> Aperçu sur les marchés**

Marchés d'actions	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2040	-0,3%	-3,0%	-0,2%
Eurostoxx 50	2954	-0,1%	-6,0%	-9,6%
CAC 40	4336	0,4%	-5,6%	-6,5%
Dax 30	9897	-0,6%	-5,0%	-7,9%
Nikkei 225	16736	2,0%	-1,0%	-12,1%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	782	-1,8%	-8,0%	-1,6%
Matières premières - Volatilité	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	49	1,9%	6,4%	30,7%
Or (\$/once)	1258	-1,2%	1,1%	18,5%
VIX	16	1,1	2,8	-2,1
Marché des changes	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,12	-0,7%	-0,6%	3,4%
USD/JPY	110	1,6%	0,5%	-8,4%
EUR/GBP	0,77	-2,1%	-2,2%	4,5%
EUR/CHF	1,11	0,9%	1,3%	2,3%
Marchés des taux	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,34	-	-	-21 bp
Euribor 3M	-0,26	--	-1 bp	-13 bp
Libor USD 3M	0,64	+1 bp	-	+2 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,51	+1 bp	--	-16 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,18	+6 bp	+3 bp	-45 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,89	+15 bp	+10 bp	-16 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,86	+16 bp	+2 bp	-41 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+34 bp	-1 bp	--	-2 bp
Autriche	+20 bp	--	--	-7 bp
Pays-Bas	+22 bp	-1 bp	--	+5 bp
Finlande	+28 bp	-	-2 bp	-1 bp
Belgique	+38 bp	-1 bp	--	+4 bp
Irlande	+68 bp	-1 bp	-2 bp	+15 bp
Portugal	+294 bp	-9 bp	-4 bp	+106 bp
Espagne	+140 bp	-8 bp	+2 bp	+26 bp
Italie	+130 bp	-5 bp	+6 bp	+34 bp
Marchés du crédit	20/05/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+78 bp	+1 bp	+8 bp	+1 bp
Itraxx Crossover	+332 bp	+7 bp	+29 bp	+17 bp
Itraxx Financials Senior	+97 bp	--	+10 bp	+21 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

**Avertissement****Achevé de rédiger le 20/05/2016 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)