



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
Zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
Aline.goupil-raguenes@ostrum.com

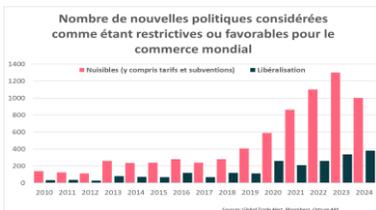
● **Le thème de la semaine : D'où vient la divergence des enquêtes de conjoncture en zone euro ?**  
par Aline Goupil-Raguénès

- En temps normal, les enquêtes de conjoncture donnent des signaux cohérents sur la dynamique de l'activité ;
- Depuis quelques mois, les enquêtes divergent. La situation conjoncturelle de la France paraît très dégradée selon S&P global, alors que l'activité évolue près de sa moyenne de longue période selon l'INSEE, la Banque de France et la CE ;
- Cette divergence vient essentiellement de la taille de l'échantillon. L'INSEE interroge 15 fois plus d'entreprises que S&P global et la Banque de France 8 fois plus ;
- Or, le contexte actuel est marqué par une très forte hétérogénéité dans les dynamiques sectorielles ;
- Il est ainsi essentiel de disposer d'un large échantillon pour bien appréhender la dynamique d'ensemble de l'activité ;
- Dans ce contexte, les résultats de l'enquête S&P global doivent être relativisés.

● **La revue des marchés : BCE : une première baisse et après ?**  
par Axel Botte

- La BCE va réduire ses taux mais l'inflation remonte ;
- Les adjudications de bons du trésor américain rencontrent une demande plus faible, la courbe enregistre une pentification haussière ;
- Les taux japonais à 10 ans au-dessus de 1% ;
- Poursuite de la stabilité des spreads souverains et de crédit.

● **Le graphique de la semaine**



Le nombre de nouvelles politiques considérées comme restrictives pour le commerce mondial a atteint un record en 2023 (1 300). L'année 2024 a commencé sur les chapeaux de roue, avec notamment la décision de l'administration Biden d'augmenter les droits de douane sur certains produits chinois, dont une taxe de 100 % sur les voitures électriques, ce à quoi la Chine a rétorqué. La réponse de l'Union européenne, à l'issue de son enquête sur les subventions chinoises, devrait être plus mesurée. La guerre commerciale s'intensifie, au risque de peser sur la croissance mondiale.

● **Le chiffre de la semaine**

5

Le FMI a revu en hausse ses perspectives de croissance pour la Chine à 5 % en 2024, contre 4,6 % précédemment, en raison d'une croissance solide au 1<sup>er</sup> trimestre et de nouvelles mesures de soutien du gouvernement. Cela correspond à l'objectif de croissance fixé par le gouvernement.

Source : FMI

- Le thème de la semaine

## D'où vient la divergence des enquêtes de conjoncture en zone euro ?

Les enquêtes de conjoncture réalisées auprès des chefs d'entreprises sont très utiles pour bien appréhender la dynamique cyclique de l'activité, identifier d'éventuels points de rupture et réaliser des prévisions de croissance. En temps normal, l'enquête S&P global, les enquêtes nationales et celle de la Commission européenne donnent un signal cohérent sur la dynamique de l'activité. Mais, depuis quelques mois, une divergence s'est opérée.

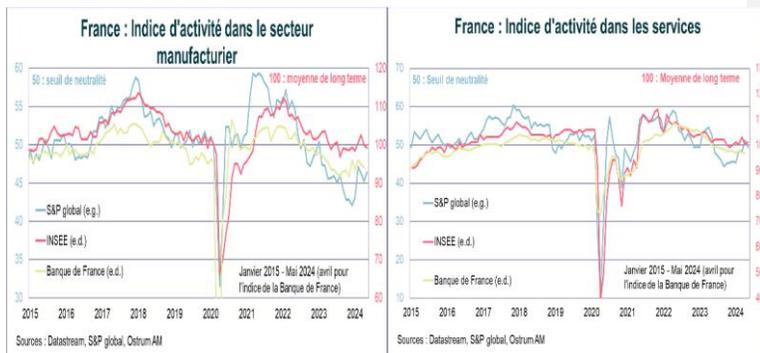
### Divergence des enquêtes : le cas de la France

Alors que les enquêtes de conjoncture donnent en temps normal un signal cohérent sur l'activité, on observe un écart entre celles-ci depuis plusieurs mois. Dans le cas de la France, l'indice PMI de l'enquête S&P global s'est franchement dégradé durant l'année 2023 pour s'inscrire bien en-dessous du seuil de neutralité (fixé à 50). Le décrochage s'est opéré en octobre 2023 dans le secteur manufacturier et en juin dans celui des services. L'enquête signalait ainsi une nette contraction de l'activité à la fin de l'année 2023, puisque les indices étaient très inférieurs à 50 : 42,1 dans le secteur manufacturier et 45,7 dans les services. Depuis, ils se sont améliorés pour signaler une conjoncture encore dégradée dans le secteur manufacturier (PMI de 46,4 en mai 2024), alors que celui des services tend à se stabiliser.

Cela contraste avec les enquêtes réalisées par l'INSEE et la Banque de France. Les indices du climat des affaires de l'INSEE et l'indice d'activité de la Banque de France indiquent, sur la même période, une faible dynamique de l'activité, mais en aucun cas une forte contraction. Les indices restent globalement proches de 100 – ce qui correspond à leur moyenne de long terme – ou s'en éloignent dans des proportions beaucoup plus réduites que l'indice PMI S&P global, dans le cas de l'indice du secteur manufacturier de la Banque de France.

Selon l'enquête S&P global, l'activité se contracte nettement à l'automne 2023...

... Cela contraste avec les enquêtes de conjoncture de l'INSEE et de la Banque de France

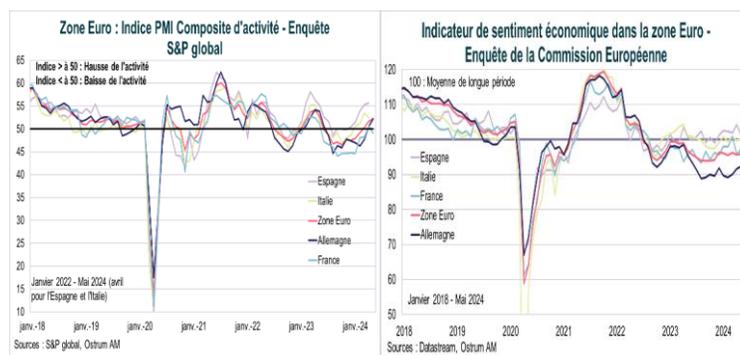


## Le même constat s'applique au niveau européen

Selon l'enquête S&P global, la situation conjoncturelle de la France est aussi dégradée que celle de l'Allemagne fin 2023, voire davantage

Selon l'enquête de la CE, la situation de la France est bien meilleure que celle de l'Allemagne

L'enquête de la commission européenne reprend les enquêtes nationales en les harmonisant afin de les rendre comparables entre les pays. Pour la France, la commission européenne utilise l'enquête de l'INSEE, pour l'Allemagne, celle de l'IFO et pour l'Italie, l'enquête ISTAT. Là aussi, des divergences apparaissent entre les enquêtes lorsque l'on compare les pays. Dans l'enquête S&P global, l'indice composite français (prenant en compte le secteur manufacturier et des services) révèle une situation très dégradée en 2023 puisqu'il est bien inférieur à 50. Il est même plus bas que l'indice allemand de septembre 2023 à janvier 2024. En revanche, dans l'enquête de la commission européenne, l'indice du sentiment économique français est, certes, inférieur à sa moyenne de long terme mais proche de celui de la zone euro et un peu inférieur à l'indice de l'Italie. En revanche, il est bien supérieur à celui de l'Allemagne, qui est très en-dessous de sa moyenne de long terme. La situation de la France apparaît donc plus dégradée que l'Allemagne dans l'enquête S&P global (graphique ci-dessous, à gauche), ce qui n'est pas le cas dans l'enquête de la commission européenne (ci-dessous, à droite). Or, les chiffres du PIB ont révélé une croissance trimestrielle quasiment atone en France pendant 5 trimestres consécutifs, une faible croissance en Italie (0,9 % et 1 % respectivement en moyenne en 2023), alors que la croissance allemande s'est légèrement contractée (-0,2 %). L'enquête de l'INSEE a ainsi mieux appréhendé la dynamique cyclique à l'œuvre en France que celle de S&P global.



## Une différence significative de taille d'échantillon

L'INSEE interroge 15 fois plus d'entreprises que S&P global

Cette différence a un impact important dans le cadre du contexte actuel de très forte hétérogénéité conjoncturelle entre les secteurs

Un article publié sur le blog de l'INSEE donne des éléments d'explication expliquant ces divergences (<https://blog.insee.fr/les-enquetes-de-conjoncture-se-valent-elles-toutes/>). La principale vient d'un échantillon beaucoup plus réduit de l'enquête S&P comparé à celui de l'INSEE. L'INSEE interroge entre 15 000 et 20 000 entreprises chaque mois, alors que S&P global en interroge moins de 1 000 (environ 400 dans le secteur manufacturier et celui des services et 150 dans la construction) et la Banque de France autour de 8 500 par mois.

Cette différence de taille d'échantillon a un impact important dans l'environnement actuel. Après les 2 chocs d'envergure liés à la crise du Covid-19 et au choc énergétique, les secteurs d'activité connaissent des situations conjoncturelles très contrastées, surtout dans l'industrie. Si le climat des affaires dans l'industrie manufacturière est proche de sa moyenne historique

Code de champ modifié

depuis début 2024, il est à un plus haut historique dans le secteur « Autres matériels de transport », c'est-à-dire hors auto. Cela est lié au rebond du secteur de l'aéronautique qui n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire. En revanche, le climat des affaires dans le secteur agroalimentaire est très inférieur à sa moyenne de long terme, reflétant une situation conjoncturelle dégradée. L'alimentation a connu une forte inflation à la suite des conséquences de la guerre en Ukraine, pesant sur la consommation de produits alimentaires. L'Allemagne et l'Espagne connaissent également une forte hétérogénéité sectorielle.



La dispersion des indicateurs d'activité dans l'industrie a atteint un plus haut depuis 1995, hors crise sanitaire

La dispersion des indicateurs d'activité dans l'industrie est ainsi très élevée. Selon l'INSEE (<https://www.insee.fr/fr/statistiques/7943944>), elle a atteint un plus haut depuis 1995, hors crise du Covid 19. Dans ce contexte, il est important de disposer d'un échantillon large pour bien prendre en compte la situation de chaque secteur et capter la situation conjoncturelle de l'ensemble de l'industrie.

Une autre raison de ces divergences entre les enquêtes réside dans le traitement des données. Dans l'enquête S&P global, les indices PMI d'activité sont calculés en prenant les moyennes pondérées des différents soldes d'opinion. L'INSEE et la Banque de France réalisent, pour leur part, une analyse factorielle et une analyse en composantes principales, afin d'extraire la tendance commune des réponses.

## Conclusion

Les divergences de résultats apparues en 2023 entre les enquêtes de conjoncture proviennent essentiellement de la taille de l'échantillon. L'INSEE interroge entre 15 à 20 fois plus d'entreprises que S&P global et la Banque de France plus de 8 fois plus. Dans le contexte actuel de très forte hétérogénéité de situation conjoncturelle entre les secteurs, particulièrement dans l'industrie, il est essentiel de disposer d'une large taille d'échantillon pour bien prendre en compte ces fortes divergences et livrer un signal cohérent sur l'activité. Les résultats de l'enquête S&P global, toujours très prisés par les intervenants de marché, doivent ainsi être relativisés dans le contexte actuel de forte hétérogénéité sectorielle.

Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

## **BCE : une première baisse et après ?**

**La BCE va réduire ses taux malgré l'inflation qui alimente le fort rebond des taux longs en zone euro. Les actions s'inscrivent en baisse, mais les spreads restent inchangés.**

La politique monétaire reste au centre du jeu. La BCE devrait procéder à une première baisse des taux cette semaine. À l'inverse, la Fed retarde son mouvement, tout en repoussant l'idée d'une augmentation du taux neutre. Le FOMC se donne ainsi la flexibilité nécessaire à l'atteinte du double mandat. L'économie des États-Unis a connu une faiblesse, probablement passagère en mars-avril. L'Europe connaît un début d'embellie avec un regain d'inflation. Dans ce contexte, les rendements obligataires remontent au détriment des marchés d'actions, mais sans préjudice aux spreads souverains ou de crédit.

Les données américaines traduisent une inflexion dans la croissance autour de la fin du 1<sup>er</sup> trimestre. La croissance du T1 2024 a été revue en baisse à 1,3 %. La consommation de biens s'est contractée (- 4,1 %). En revanche, l'investissement résidentiel et les dépenses de R&D des entreprises sont plus soutenus qu'estimé initialement. Le commerce extérieur pèse. Le déficit de la balance des biens s'est dégradé à 99 Mds \$ en avril. L'activité devrait plafonner à 2 % entre avril et juin. Le déflateur des dépenses de consommation, étale depuis 5 mois, ressort à 2,7 % en avril. L'indice sous-jacent se situe à 2,8 %. En zone euro, la réduction de 25 pb des taux de la BCE le 6 juin est actée. La suite pourrait s'avérer plus incertaine, compte tenu du rebond de l'inflation (2,6 % en mai) et des négociations salariales collectives au plus haut (+ 4,7 % au T1). Le chemin vers l'objectif de 2 % reste semé d'embûches. Aux antipodes, la persistance de l'inflation avait déjà infléchi le discours de la RBA et de la RBNZ en début de mois. Ce rebond des prix s'accompagne de signaux plus favorables sur la croissance, y compris en Allemagne où l'embellie devrait se poursuivre au 2<sup>e</sup> trimestre.

Sur les marchés financiers, les tensions renouvelées sur les taux à long terme ont laissé des traces. Le T-note à 10 ans est remonté au-delà de 4,60 % ; par suite d'adjudications de Treasuries difficiles. Ce déficit de demande est surprenant, d'autant que la Fed réinvestira désormais une plus grande partie des tombées de Treasuries. La remontée du 10 ans japonais au-delà d'1 % modifie sensiblement le comportement des institutionnels nippons, pénalisés par le coût de la couverture de change sur leurs investissements à l'étranger. Curieusement, les dettes souveraines européennes n'ont pas souffert du repli des Japonais. La syndication espagnole pour 10 Mds € de Bonos à 10 ans attirait, par exemple, plus de 125 Mds € d'ordres. Le Bund rejoint 2,70 % sous l'effet des flux de couverture des émissions et de l'inflation plus forte dans la plupart des pays. La forte volatilité des taux contraste avec la parfaite stabilité des spreads. L'imminence de la dégradation de la France par S&P ne fait même pas réagir les intervenants. L'OAT à 10 ans s'échange sous 50 pb. Sur le crédit, les émissions du mois de mai totalisent 115 Mds €. Ce total élevé, marqué par la présence des émetteurs américains, rencontre une très bonne demande : les primes sont faibles, grâce à la poursuite des flux entrants sur la classe d'actifs. Le high yield s'écarte légèrement, malgré des flux toujours positifs sur la classe d'actifs. L'iTraxx Crossover oscille entre 290 et 300 pb. Les marchés d'actions ont corrigé (1 % en Europe), à l'exception des grandes valeurs de la technologie américaine. Le facteur croissance est pénalisé par le rebond des taux en Europe.

**Axel Botte**

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	3.04%	-1	+11	+63
EUR Bunds 10a	2.58%	+3	+9	+56
EUR Bunds 2s10s	-45.7bp	+4	-3	-7
USD Treasuries 2a	4.82%	-13	+0	+57
USD Treasuries 10a	4.41%	-6	-10	+53
USD Treasuries 2s10s	-41.1bp	+7	-10	-4
GBP Gilt 10a	4.24%	-3	+1	+70
JPY JGB 10a	1.07%	+4	0	-25
EUR Spreads Souverains (10a)	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	47bp	+1	+0	-6
Italie	131bp	+3	0	-36
Espagne	72bp	-3	-1	-24
Inflation Points-morts (10a)	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.25%	+3	-1	+12
USD 10a Inflation Swap	2.59%	+3	0	+17
GBP 10y Inflation Swap	3.78%	+4	+4	+25
EUR Indices Crédit	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	108bp	-1	-4	-30
EUR Agences OAS	55bp	-1	-3	-15
EUR Obligations sécurisées OAS	58bp	-1	-5	-21
EUR High Yield Pan-européen OAS	334bp	-1	-34	-65
EUR/USD Indices CDS 5a	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	52bp	+0	-2	-7
iTraxx Crossover	291bp	+3	-14	-22
CDX IG	50bp	+1	0	-6
CDX High Yield	334bp	+6	-4	-22
Marchés émergents	3-juin-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	381bp	+9	+7	-3
Devises	3-juin-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.087	0.138	1.050	-1.5
GBP/USD	\$1.278	0.055	1.825	0.4
USD/JPY	JPY 156	0.423	-2.029	-9.7
Matières Premières	3-juin-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$78.9	-\$4.0	-\$3.6	3.5
Or	\$2 338.8	-\$12.2	\$37.1	13.4
Indices Actions	3-juin-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 275	-0.56	2.87	10.6
EuroStoxx 50	5 005	-1.06	1.71	10.7
CAC 40	7 999	-1.64	0.52	6.0
Nikkei 225	38 923	0.06	1.80	16.3
Shanghai Composite	3 078	-1.46	-0.85	3.5
VIX - Volatilité implicite	13.40	12.32	-0.67	7.6

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...03/06/2024

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com

**Ostrum**  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS