

## Le résumé de la semaine

- **Marchés** : les taux longs américains sont en légère hausse tout comme le dollar. Les spreads de crédit se sont resserrés.
- **Etats-Unis** : la croissance économique du 3<sup>e</sup> trimestre est révisée à la hausse.
- **Zone euro** : le chômage baisse mais l'inflation sous-jacente ne remonte toujours pas.

### CHIFFRE CLÉ

# +3,3%

Révision à la hausse de la croissance du PIB des Etats-Unis au 3<sup>e</sup> trimestre.

### FOCUS

#### Les segments B et CCC des obligations High Yield américaines nous incitent à la prudence.

En 2017, le rendement des obligations High Yield en USD s'est établi à presque 5%. Cette performance positive s'explique par une reprise synchronisée de l'économie mondiale, des politiques monétaires très accommodantes et une volatilité très faible. Dans ce contexte haussier, les spreads se rapprochent de leurs plus bas cycliques ; à quoi faut-il s'attendre désormais ? Nous nous trouvons dans la dernière phase du cycle. A l'heure actuelle, un tiers des entreprises américaines semblent être dans une situation difficile : (1) l'endettement des sociétés américaines atteint un record historique et (2) la couverture des intérêts par les bénéfices est critique. Selon nous, les taux de défaut devraient continuer à décroître l'an prochain jusqu'à des niveaux très modestes (attendus entre 2,5% et 3%). Cette tendance s'explique par le redressement du secteur énergétique et par les conditions de financement exceptionnelles. La baisse des taux de défaut est déjà dans les prix des obligations. En revanche, un durcissement des conditions financières entraînera une hausse rapide des taux de défaut, ce qui pourrait se produire en 2019. Les marchés pourraient anticiper cette évolution dès l'année prochaine.



### DATES CLÉS



#### 05 décembre

Banque Centrale d'Australie

#### 06 décembre

Banque Centrale du Brésil

#### 13 décembre

Banque Centrale des Etats-Unis

#### 14 décembre

Banque Centrale Européenne

Source : Stratégie Amundi.

Document réservé aux clients professionnels, sociétés d'investissements et autres professionnels de l'industrie de la finance.

## Analyse de la semaine

### Que devons-nous penser de l'aplatissement de la courbe des taux américaine ?

Récemment, la courbe des taux américaine s'est aplatie de façon spectaculaire. En conséquence, de nombreux observateurs ont commencé à se demander si ce mouvement annonçait une récession aux États-Unis.

**Commençons par une comparaison historique.** La pente du segment 2 ans-30 ans a atteint 100 pb cette semaine, une première depuis novembre 2007. **La dernière fois que la pente de ce segment a atteint 100 pb lors d'un cycle de resserrement monétaire remonte à avril 2005. A partir de là, cela a pris :**

- 10 mois pour que ce segment de la courbe soit complètement plat (février 2006) ;
- 14 mois pour que le taux de chômage atteigne son point bas (juin 2006) ;
- 14 mois pour que la Fed fasse la dernière hausse de taux du cycle (juin 2006) ;
- 2,5 ans avant que le S&P500 n'atteigne son pic (octobre 2007) ;
- 2,6 ans avant que l'économie américaine connaisse une récession (décembre 2007).

**Deuxièmement, on peut douter de la qualité du signal envoyé par la pente de la courbe.** Depuis longtemps, les travaux académiques ont montré que la pente de la courbe était un bon indicateur dans la prévision des récessions. Des chercheurs de la Fed de San Francisco ont même montré qu'il était plus pertinent de s'appuyer sur la pente de la

courbe pour prévoir les récessions que sur les analyses des prévisionnistes eux-mêmes. Cependant, d'autres travaux ont conclu que les modèles utilisant à la fois le niveau du taux court et la pente étaient plus performants que les modèles n'utilisant que la pente.

Ayant ceci à l'esprit, soulignons deux points :

- La courbe s'est aplatie, mais les fed funds restent à des niveaux historiquement bas : la fourchette de fed funds est aujourd'hui de 1% / 1,25% alors que le taux terminal de fed funds au cours du cycle précédent était de 5,25%.
- La courbe s'est aplatie car des facteurs techniques (toujours de très grandes participations de la Fed à la Trésorerie américaine) continuent de peser lourdement sur les taux d'intérêt à long terme. Même s'il s'agit d'un exercice purement théorique, on peut penser que la courbe des taux serait beaucoup plus pentue sans les détentions de la Fed.

**Troisièmement, l'aplatissement de la courbe des taux a probablement été trop rapide récemment.** Il est parfaitement normal d'observer un aplatissement de la courbe des taux lorsque la banque centrale relève ses taux directeurs et que cela se produira en 2018, mais le mouvement récent a été trop marqué. Un modèle macroéconomique de base de la pente de la courbe des taux (utilisant les taux des banques centrales, l'écart de production et l'écart d'inflation) indique que la courbe devrait être plus raide à ce stade du cycle. **Malgré notre opinion selon laquelle la courbe des taux américaine devrait s'aplatir en 2018, il pourrait être pertinent de jouer la pentification à court terme, surtout pour le segment 5 ans - 30 ans.**

Index	Performance			
	01/12/17	1S	1 M	YTD
<b>Marchés d'actions</b>				
S&P 500	2648	1,7%	2,6%	18,3%
Eurostoxx 50	3538	-1,2%	-4,3%	7,5%
CAC 40	5320	-1,3%	-3,5%	9,4%
Dax 30	12894	-1,3%	-4,2%	12,3%
Nikkei 225	22819	1,2%	1,8%	19,4%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1121	-2,9%	-0,7%	30,0%
<b>Matières premières - Volatility</b>				
Crude Oil (Brent, \$/baril)	63	-1,0%	4,5%	11,3%
Or (\$/once)	1277	-0,9%	0,2%	10,8%
VIX	11	1,7	1,2	-2,7
<b>Marché des changes</b>				
EUR/USD	1,19	-0,3%	2,4%	13,1%
USD/JPY	112	0,7%	-1,6%	-3,9%
EUR/GBP	0,88	-1,4%	0,5%	3,3%
EUR/CHF	1,17	0,0%	0,3%	9,1%
<b>Marchés du crédit</b>				
Itraxx Main	+48 bp	-1 bp	-2 bp	-24 bp
Itraxx Crossover	+231 bp	-6 bp	+7 bp	-58 bp
Itraxx Financials Senior	+47 bp	-1 bp	-3 bp	-47 bp

Index	Performance			
	01/12/17	1S	1 M	YTD
<b>Marchés des taux</b>				
EONIA	-0,24	+12 bp	+11 bp	+9 bp
Euribor 3M	-0,33	-	-	-1 bp
Libor USD 3M	1,48	+1 bp	+10 bp	+48 bp
2Y yield (Germany)	-0,70	--	+5 bp	+7 bp
10Y yield (Germany)	0,34	-3 bp	-4 bp	+13 bp
2Y yield (US)	1,77	+3 bp	+16 bp	+59 bp
10Y yield (US)	2,37	+3 bp	-	-7 bp
<b>Ecarts de taux 10 ans vs Allemagne</b>				
France	+31 bp	-3 bp	-8 bp	-17 bp
Autriche	+14 bp	-1 bp	-3 bp	-8 bp
Pays-Bas	+9 bp	-2 bp	-1 bp	-6 bp
Finlande	+16 bp	-1 bp	-1 bp	+2 bp
Belgique	+19 bp	-4 bp	-5 bp	-14 bp
Grèce	-96 bp	-2 bp	+9 bp	-9 bp
Irlande	+21 bp	-4 bp	-1 bp	-33 bp
Portugal	+156 bp	-2 bp	-18 bp	-200 bp
Espagne	+108 bp	-5 bp	-2 bp	-10 bp
Italie	+138 bp	-7 bp	-5 bp	-23 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi  
 Données actualisées le 01 décembre à 15h00

 **Classes d'actifs**

	MARCHÉS	ANALYSES AMUNDI
 <b>Actions</b>	<p><b>Semaine rythmée par la révision à la hausse du PIB US au 3<sup>e</sup> trimestre</b>, l'avancée des préparatifs de la réforme fiscale, la prolongation des quotas de l'OPEP et un coup de semonce sur la Tech et le Bitcoin. Les MSCI World, Europe et Japon sont en hausse alors que Wall Street est partagé avec, ce jeudi, le Dow Jones à +3% et le Nasdaq à -0,2%, ce dernier ayant subi mercredi son plus fort recul quotidien (-1,3%) depuis mi-août.</p>	<p> Après leur forte progression depuis janvier, les marchés deviennent progressivement plus circonspects. Si la conjoncture devrait demeurer soutenue en 2018, la progression des bénéfiques - hors effets temporaires de la réforme fiscale - devrait néanmoins ralentir et les banques centrales être moins accommodantes. Certains segments de marchés étant devenus chers, ceci incite à rééquilibrer ses portefeuilles et renforcer ses protections.</p>
 <b>Obligations</b>	<p><b>Les taux longs américains sont en légère hausse</b>, notamment après la révision à la hausse de la croissance américaine au 3<sup>e</sup> trimestre. Les taux allemands ont baissé après la publication d'un chiffre d'inflation décevant. Les taux 10 ans allemand et américain finissent la semaine respectivement à 0,34% et 2,37%. En Europe, les taux souverains poursuivent leur baisse : l'écart de taux 10 ans entre l'Espagne et l'Allemagne est proche de 100 pb.</p>	<p> Les mauvais chiffres d'inflation en Europe ont eu un effet « douche froide » pour les marchés obligataires européens, provoquant la baisse des taux longs et une contraction des spreads. Nous gardons l'idée que les taux longs remonteront en Europe au cours des prochains trimestres.</p>
 <b>Crédit</b>	<p><b>Les spreads de crédit se sont resserrés, sur fond d'appétit pour le risque toujours intact.</b> Dans la zone euro, les spreads des obligations financières subordonnées se sont tendus pour se rapprocher de leurs précédents plus bas. Aux États-Unis, le crédit High Yield et Investment Grade a surperformé les bons du Trésor.</p>	<p> Compte tenu des conditions économiques toujours robustes et du probable soutien que la BCE continuera d'apporter à la classe d'actifs au cours des prochains trimestres, nous maintenons notre opinion positive vis-à-vis des titres High Yield et des obligations financières en euro, tandis qu'aux États-Unis, nous préférons toujours le crédit Investment Grade. Les prises de bénéfices de début novembre laissent finalement place à une tendance plus apaisée.</p>
 <b>Taux de Change</b>	<p><b>Le dollar est en légère hausse. La parité EUR/USD reste stable, à 1,19.</b> Les devises liées au pétrole sont celles qui se sont le plus dépréciées sur la semaine (NOK, CAD, COP). La parité USD/JPY s'est rapprochée de 113 avec la hausse des taux américains. Notons que la volatilité sur le marché des changes n'est pas loin des plus bas historiques.</p>	<p> La stabilité de la parité EUR/USD malgré le ré-écartement de l'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne est remarquable. Cela renforce notre idée que l'euro continuera à s'apprécier face au dollar en 2018, notamment avec la diminution des achats nets de titres de la part de la BCE.</p>
 <b>Matières premières</b>	<p>La réunion de l'OPEP et de ses partenaires a abouti au prolongement de l'accord de réduction de la production jusqu'à fin 2018. Par ailleurs, la Libye et le Nigéria, jusque-là exemptés de l'accord, ont accepté de ne pas augmenter leur niveau de production.</p>	<p> Cette décision était plus ou moins attendue par les marchés de sorte que le cours du pétrole n'a que très peu fluctué.</p>

 **Indicateurs économiques**

	MARCHÉS	ANALYSES AMUNDI
 <b>États-Unis</b>	<p><b>Croissance économique du 3<sup>e</sup> trimestre révisée à la hausse.</b> Une seconde estimation de la croissance du PIB du 3<sup>e</sup> trimestre a fait apparaître une progression de 3,3% (au lieu de 3% annoncé auparavant). La dépense publique et l'investissement expliquent l'essentiel de cette révision.</p>	<p> Les chiffres trimestriels du PIB américain sont volatils et la tendance réelle est plus proche de 2% que de 3%. Il s'agit là cependant d'un rythme solide, probablement appelé à durer en 2018 voire au-delà. Les baisses d'impôts auxquelles travaille le Congrès devraient apporter un peu de carburant supplémentaire.</p>
 <b>Zone euro</b>	<p><b>Le chômage baisse mais l'inflation sous-jacente ne remonte toujours pas.</b> Le taux de chômage a diminué en octobre de 8,9% à 8,8% en zone euro. L'inflation a légèrement progressé en novembre (1,5% après 1,4% en octobre) mais l'inflation sous-jacente est restée inchangée à 0,9%.</p>	<p> Le taux de chômage en zone euro est revenu sur sa moyenne de long terme, les pics des années de crise sont désormais loin derrière nous. La faible réaction de l'inflation sous-jacente à cette amélioration du marché de l'emploi continue de susciter bien des questions (à l'échelle de tous les grands pays développés), sans réponses définitives, au sujet des mutations structurelles de l'économie.</p>
 <b>Pays émergents</b>	<p><b>Une semaine riche en actualité politique au Mexique.</b> Lundi, le ministre des Finances José Antonio Meade a présenté sa démission avant d'annoncer son intention de briguer la présidence du pays sous la bannière du parti au pouvoir PRI. Mardi, Alejandro Diaz de Leon a été nommé gouverneur de la Banxico.</p>	<p> Aucun changement n'est à prévoir dans la politique monétaire orthodoxe de la banque centrale. Celle-ci devrait maintenir son objectif, à savoir réduire l'inflation, sur fond de croissance économique en demi-teinte (hausse du PIB de 1,5% en glissement annuel au 3<sup>e</sup> trimestre).</p>
 <b>Japon</b>	<p><b>Les indicateurs économiques du mois d'octobre ont été pour la plupart décevants.</b> La hausse de la production industrielle s'est établie à 0,5% en glissement mensuel (contre 1,9% attendu par le consensus). Les ventes de détail ont affiché leur première contraction en glissement annuel depuis 12 mois, malgré la hausse du prix de l'essence. Les mises en chantier sur un an ont diminué pour le 4<sup>e</sup> mois consécutif.</p>	<p> Les dépenses de consommation présentent toujours des signes de faiblesse, même en tenant compte de facteurs temporaires (mauvaises conditions météo et enquêtes pour fraude conduites par les constructeurs automobiles). Les entreprises manufacturières prévoient une production en hausse de 2,8% en novembre et 3,5% en décembre, mais le potentiel d'expansion risque d'être limité en raison du vif rebond des stocks en octobre (3,1%).</p>



---

**AVERTISSEMENT Achevé de rédiger le 1<sup>er</sup> décembre 2017 à 15h.**

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. Notamment cette publication ne s'adresse pas aux US persons telle que cette expression est définie dans le US Securities Act de 1933. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution.

Les prévisions, évaluations et analyses ne doivent pas être regardées comme des faits avérés et ne sauraient être considérées comme des prédictions exactes des événements futurs.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Édité par Amundi Asset Management - Société anonyme au capital de 1 086 262 605 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. Composition : ART6. Photos : 123rf ; iStock.