

Achevé de rédiger à 15h

03 juill. - 07 juill. 2017

L'essentiel de la semaine

- **Marchés** : forte remontée des taux en Allemagne ; le dollar en hausse face à quasiment toutes les devises. Les indices crédit cash ont bien résisté à la forte remontée des taux en Allemagne; les actions démarrent calmement.
- **Zone euro** : la conjoncture reste bien orientée.
- **Etats-Unis** : fortes créations d'emplois en juin.

L'événement

Un été déjà très chaud pour les marchés obligataires

Les répercussions du discours de Mario Draghi à Sintra le 27 juin (« *Accompanying the recovery* ») continuent de se faire sentir sur les marchés obligataires. Le taux 10 ans allemand a grimpé de 11 pb cette semaine pour atteindre 0,57%, son plus haut niveau depuis le tout début de l'année 2016.

La BCE a très clairement marqué une inflexion dans sa communication ces derniers jours. Pour rappel, tout en observant les précautions d'usage, Mario Draghi a exprimé sa confiance au sujet des perspectives d'inflation. Il indiquait notamment qu'« *avec la poursuite de la reprise économique, la conservation d'une politique monétaire constante reviendrait à un assouplissement et que la banque centrale pourra accompagner la reprise en ajustant les paramètres de ses instruments.* » Cette semaine, c'est le gouverneur de la Banque de France qui a indiqué que la politique monétaire accommodante était « *efficace* » mais « *ni éternelle, ni omnipotente* » et que les « *taux nominaux avaient vocation à augmenter en fonction de la reprise économique et de l'inflation.* » Les minutes du dernier conseil des gouverneurs indiquent une réflexion sur le retrait de l'option d'augmentation du programme de QE.

Certes, des obstacles se trouvent sur le chemin de la BCE, avec la montée de l'euro et la baisse des prix du pétrole. Le taux de change effectif de l'euro suivi par la BCE (panier de 38 devises appelé EER38) est revenu à ses plus hauts niveaux depuis l'été 2014, période qui avait précédé l'annonce du QE de la BCE. Surtout, l'euro est désormais 2,3% au-dessus du moment où avait été réalisées les dernières projections économiques (la prévision d'inflation 2018 avait déjà été abaissée de 1,6 à 1,3%) et le prix du Brent est 5% plus bas : si les choses restaient en l'état, les prévisions d'inflation 2018 seraient donc une nouvelle fois revues à la baisse.

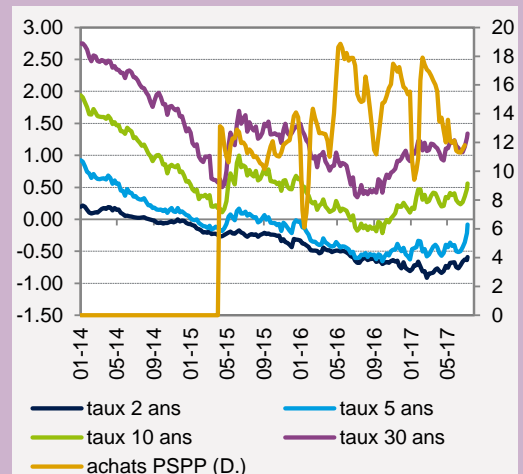
Pendant, c'est la dynamique de l'inflation sous-jacente qui déterminera l'action de la BCE et surtout sa conviction que l'économie (et notamment le marché du travail) est sur la bonne voie. Pour rappel, lorsque Ben Bernanke a parlé de « *tapering* » du QE de la Fed en mai 2013, l'inflation sous-jacente n'était que de 1,4% et en phase de décélération : c'est surtout la bonne dynamique de l'économie et du marché du travail qui avait induit la réflexion sur une « *recalibration* » de la politique monétaire de la Fed.

Que peut-on penser de ces mouvements de marché ?

- La nette dissipation du risque politique en Europe et l'abandon de l'idée de nouvelles baisses du taux de dépôt ont permis aux taux courts allemands de se redresser depuis début juin. Ce mouvement se poursuivra dans les mois à venir.
- Les marchés étaient trop pessimistes sur les perspectives de remontée de Fed funds sur les 18 prochains mois et le sont encore (deux hausses de taux pricées seulement d'ici fin 2018).
- Les points-morts d'inflation restent beaucoup trop faibles en Europe et remonteront à la faveur de la remontée de l'inflation sous-jacente dans les prochains mois.
- La pentification de la partie courte est cohérente avec une normalisation monétaire qui approche sans être imminente
- Un élément positif dans ce contexte de remontée de taux longs est de voir que les spreads (périphériques, crédit) restent contenus mais un retour vers une valorisation plus fondamentale pénaliserait certains Etats.

Au final, ce mouvement a de bonnes raisons de se prolonger encore un peu. Benoit Coeuré a expliqué mercredi qu'« *il ne pensait pas que ce type de réaction de marché était vraiment significatif lorsque l'on prenait du recul, notamment avec les forces économiques à l'œuvre.* » Mais la BCE calmera sûrement le jeu si les taux remontent trop vite trop fort.

Taux allemands et achats PSPP hebdomadaires (Mds €)




La semaine en un clin d'œil

> Autres événements

Zone euro >


Les deux principaux partis politiques annoncent leurs programmes en vue des élections de septembre. La CDU/CSU d'Angela Merkel (droite) a publié cette semaine son programme, prévoyant des baisses d'impôts sur le revenu (environ 19mds € sur 4 ans, soit 0,15% du PIB par an), l'élimination progressive de la taxe spéciale pour la réunification, une hausse des prestations familiales et des efforts en faveur de la sécurité et de la construction de logement. Elle précise aussi que la politique d'accueil des réfugiés menée en 2015 ne sera pas répétée. Auparavant, le SPD (gauche) avait annoncé ses propres promesses : hausses d'impôts pour les plus hauts revenus et baisses pour les plus faibles, programme d'investissement de 30mds € pour les infrastructures, les écoles et les crèches, extension de l'assurance-chômage et des restrictions à l'utilisation des contrats temporaires. Ce parti s'engage aussi à maintenir le niveau des retraites dans le contexte du vieillissement de la population et, comme la CDU/CSU, à renforcer les dépenses de sécurité. Concernant l'Europe, le programme du SPD est plus favorable à la poursuite de l'intégration (coordination des politiques économiques, budget commun pour des projets d'investissements, fonds monétaire européen et fonds pour l'emploi des jeunes).

 Le parti d'Angela Merkel reste en tête des sondages, mais devra probablement continuer de gouverner dans le cadre d'une coalition (plusieurs options sont possibles). Dans tous les cas, pour que l'Allemagne accepte de nouvelles avancées dans la construction européenne, le respect par le gouvernement français de ses promesses de réformes et de respects de ses engagements budgétaires sera un prérequis essentiel.

> Indicateurs économiques


Zone euro >

La conjoncture reste bien orientée. L'indicateur PMI définitif de juin, à 56,3, reste sur un niveau très élevé malgré un peu d'érosion par rapport à mai (56,8). Sa composante manufacturière continue de progresser (57,4 contre 57 en mai) alors que sa composante services est un peu moins forte (55,4 contre 56,3). La production industrielle surprend à la hausse en mai en Allemagne (+1,2%, contre +0,3% attendu) et surtout en Espagne (+3% contre +2% attendu). Enfin, le taux de chômage reste stable en mai à 9,3%. Pays par pays, en données normalisées Eurostat, il atteint 3,9% en Allemagne, 9,6% en France, 11,3% en Italie et 17,7% en Espagne.

 Après un 1^{er} trimestre déjà bon (PIB réel en hausse de +0,6%) la croissance économique a probablement été forte aussi au 2^{ème} trimestre. Les perspectives sont très positives pour le reste de l'année, même s'il sera peut-être difficile de maintenir le même niveau de surprise positive. Après le thème du risque politique (très présent au 1^{er} semestre) c'est, probablement, l'attitude de la BCE qui va être l'objet de toutes les attentions au cours des prochains mois.

Etats-Unis >


Fortes créations d'emplois en juin. L'économie américaine a créé 222 000 emplois en juin (contre 179 000 attendus et après 152 000 en mai). Le taux de chômage remonte légèrement (4,4% après 4,3% en mai) en partie en raison d'une remontée du taux de participation (62,8% après 62,7%). La hausse du salaire horaire a été de 2,5% sur un an (après 2,4%) et la durée moyenne de la semaine de travail s'établit à 34,5 heures (après 34,4). Par ailleurs, les **indicateurs ISM** restent à des niveaux élevés (57,8 pour l'ISM manufacturier, 57,4 pour l'ISM non-manufacturier)

 Ces chiffres viennent relativiser l'impression de (relative) faiblesse de l'économie au 1^{er} semestre. Le cycle d'expansion continue et le marché de l'emploi déjoue les pronostics de décélération, mais sans générer de fortes pressions inflationnistes. Une partie de l'explication tient probablement au fait que subsistent des excès de capacité malgré le taux de chômage très faible (le taux de participation reste plus faible qu'avant la crise), sachant que des mutations structurelles du marché du travail jouent aussi probablement un rôle dans la modération de la dynamique salariale.

> Politique monétaire

Etats-Unis >

Les minutes du comité du juin indiquent que les membres du FOMC souhaitent poursuivre le retrait progressif de la politique monétaire accommodante, malgré le ralentissement récent de l'inflation sous-jacente.

 Pour la Fed, la prochaine étape devrait être l'annonce du déclenchement de la réduction du bilan. La bonne tenue du marché de l'emploi devrait la pousser à poursuivre les hausses de fed funds par la suite. Les anticipations de marché restent trop pessimistes par rapport au chemin futur des fed funds.

> Marchés financiers


Obligations souveraines

Forte remontée des taux en Allemagne, en particulier sur la maturité 5 ans. Le taux 5 ans allemand prend 14 pb sur la semaine pour finir à -0,08% (il faut remonter à novembre 2015 pour le retrouver en territoire positif). Les minutes du FOMC ont affecté les anticipations de fed funds, les marchés attendant désormais une hausse de taux en décembre. Le taux 2 ans américain a poursuivi sa progression et le taux 10 ans américain finit la semaine à 2,39%. En zone euro, les spreads souverains sont stables, voire en baisse sur la maturité 5 ans.

 Voir édito


Taux de change

Le dollar en hausse face à quasiment toutes les devises, notamment après la publication des minutes du FOMC. Les devises à déficit courant élevé se déprécient fortement : le rand sud-africain et la lire turque perdent respectivement 2,9 et 3,2% face au dollar sur la semaine. La parité EUR/USD reste relativement stable vers 1,14. Notons que le taux de change effectif du yen revient vers ses plus bas niveaux de l'année.

-  Le taux de change effectif du dollar a perdu environ 5% depuis le début 2017. Cet affaiblissement est largement lié au fait qu'il est apparu que Donald Trump serait dans l'incapacité de tenir un certain nombre de ses promesses de campagne (réforme fiscale, mesures protectionnistes). Ainsi, c'est le peso mexicain qui s'est le plus apprécié face au dollar (+13% sur l'année). Cela dit, cette déception a désormais été digérée par les marchés et c'est surtout face à l'euro et au dollar canadien, dont les banques centrales s'orientent vers des politiques progressivement moins accommodantes, que le dollar perdra du terrain sur les prochains mois.
- L'euro va continuer de se renforcer sur les trimestres à venir. La principale raison pour laquelle l'euro s'est déprécié en 2014/2015 et est resté bas par la suite est les énormes sorties de flux d'investissement de portefeuille causées par les taux trop faibles (voire négatifs) en zone euro. La recalibration de la politique de la BCE va inverser cette tendance et les flux redeviendront positifs. Cela et le très fort excédent courant (près de 400 Mds €) contribuera à l'appréciation de l'euro. Pour rappel, le « tapering » de la Fed avait coïncidé en 2014 à une forte appréciation du dollar.


Crédit

Les indices crédit cash ont bien résisté à la forte remontée des taux en Allemagne en particulier sur la maturité 5 ans. L'indice Euro IG s'est resserré de 5pb pour finir à 98pb, soit seulement 10pb au-dessus du niveau plus bas des cinq dernières années. L'indice Euro HY s'est écarté de 14pb pour finir à 290pb. Toutefois, le spread des émetteurs HY s'était fortement resserré depuis le début de l'année pour atteindre fin juin le plus bas niveau enregistré depuis la crise de Lehman.

 L'environnement reste porteur pour le crédit dans la zone euro : (1) Les fondamentaux des entreprises de la zone euro demeurent solides. Les émetteurs bénéficient d'un meilleur environnement économique qui s'est traduit au premier trimestre par une nette amélioration de la croissance des revenus et des profits. En outre, la croissance contenue de l'endettement, malgré les conditions de financement très attractives, a contribué à la réduction/stabilisation du levier d'endettement des émetteurs européens. (2) Les facteurs techniques sont positivement orientés grâce au CSPP, le programme d'achat de dette d'entreprises de la BCE. (3) Les valorisations sont cependant tendues : le potentiel de resserrement des spreads est limité. Au final, nous favorisons sur ce marché les stratégies de portage (BB, BBB, dette financière subordonnée).

Actions

Les actions démarrent calmement ce troisième trimestre alors qu'elles ont déjà progressé confortablement depuis le début de l'année: le MSCI monde en USD monte de pratiquement 10% depuis le 1er janvier. Les marchés émergents arrivent en tête avec plus de 16%. La zone euro (MSCI EMU) et les Etats-Unis (S&P500) sont proches des 8%, devant le Japon (TOPIX) à 6,5%. Les grandes valeurs britanniques (FTSE100) ferment la marche avec seulement +3%.

 Le second semestre recèle quelques pièges, qui se concentreront à l'automne : 1) la communication de la Fed et de la BCE en septembre, qui devraient annoncer chacune un mouvement vers moins d'accommodation monétaire 2) la fin du congrès du parti communiste en Chine, qui pourrait aussi questionner sur l'intention des autorités de se concentrer sur des mesures plus structurelles que conjoncturelles 3) la fin des effets de base favorables; les comparaisons annuelles deviendront moins faciles pour les profits des sociétés à partir de la fin du troisième trimestre. Mais en attendant, la publication des résultats des sociétés pour le deuxième trimestre devrait être de bonne facture et permettre encore aux actions de bien se comporter.

Evénements clés à venir

> Indicateurs économiques

Chine : L'indice des prix à la consommation est attendu à la hausse en juin. **Royaume-Uni** : Le taux de chômage devrait rester stable en mai.

Date	Pays	Données macroéconomiques attendues	Consensus	Dernier
10 juillet	Chine	Indice des prix à la consommation. GA. Juin	1,6%	1,5%
12 juillet	Royaume-Uni	Taux de chômage. Mai	4,6%	4,6%
	Zone euro	Production industrielle. M/M. Mai	0,3%	0,5%
	Inde	Production industrielle. M/M. Mai	3,0%	3,1%
13 juillet	Etats-Unis	Indice des prix à la production M/M. Juin	-0,1%	0,0%
14 juillet	Zone euro	Balance commerciale. Mai	-	17,9 Mds €
	Etats-Unis	Indice des prix à la consommation. GA. Juin	1,8%	1,9%

Source : Stratégie Amundi

> Adjudications

Date	Pays	Adjudications d'emprunts d'Etat européens [maturité, montant (si disponibles)]
10 juillet	France	Court terme, 5,9 Mds €
	Allemagne	Court terme, 2 Mds €
12 juillet	Allemagne	Long terme, 5 Mds €
	Grèce	Court terme, 625 Mns €

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

> Evénements clés

Date	Comités de politique monétaire à venir
20 juillet 2017	Banque Centrale Européenne (BCE)
	Banque du Japon (BoJ)
26 juillet 2017	Réserve Fédérale (Fed)
3 août 2017	Banque d'Angleterre (BoE)

Date	Evénements importants à venir
24 septembre 2017	Allemagne - Elections Générales

Source : Stratégie Amundi

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
S&P 500	2410	-0.6%	-1.0%	7.6%
Eurostoxx 50	3458	0.5%	-2.5%	5.1%
CAC 40	5142	0.4%	-2.3%	5.8%
Dax 30	12362	0.3%	-2.4%	7.7%
Nikkei 225	19929	-0.5%	-0.3%	4.3%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1006	-0.5%	-0.9%	16.7%
Matières premières - Volatilité	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Pétrole (Brent, \$/baril)	47	-1.2%	-1.5%	-16.6%
Or (\$/once)	1216	-2.0%	-5.5%	5.6%
VIX	12	0.8	1.6	-2.0
Marché des changes	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EUR/USD	1.14	-0.3%	1.2%	8.4%
USD/JPY	114	1.4%	3.7%	-2.6%
EUR/GBP	0.88	0.8%	1.8%	3.6%
EUR/CHF	1.10	0.3%	1.1%	2.5%
Marchés des taux	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EONIA	-0.36	-1 bp	-	-3 bp
Euribor 3M	-0.33	-	--	-1 bp
Libor USD 3M	1.30	-	+8 bp	+31 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0.59	-2 bp	+13 bp	+18 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0.57	+11 bp	+30 bp	+36 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	1.40	+2 bp	+9 bp	+21 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2.39	+9 bp	+22 bp	-6 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
France	+37 bp	+2 bp	-6 bp	-11 bp
Autriche	+24 bp	-1 bp	-4 bp	+2 bp
Pays-Bas	+20 bp	+1 bp	-2 bp	+5 bp
Finlande	+4 bp	-	-2 bp	-10 bp
Belgique	+36 bp	+3 bp	-	+4 bp
Irlande	+40 bp	-3 bp	-7 bp	-14 bp
Portugal	+257 bp	+1 bp	-26 bp	-98 bp
Espagne	+115 bp	+8 bp	-15 bp	-3 bp
Italie	+177 bp	+8 bp	-26 bp	+16 bp
Marchés du crédit	07/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Itraxx Main	+57 bp	+1 bp	-4 bp	-15 bp
Itraxx Crossover	+258 bp	+11 bp	+9 bp	-31 bp
Itraxx Financials Senior	+55 bp	+2 bp	-14 bp	-39 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

LETTRE HEBDOMADAIRE

Recherche, Stratégie et Analyse

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. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à une sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi 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 d'Amundi, 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 indiquée en dernière page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com