

Achevé de rédiger à 15h

10 juill. - 13 juill. 2017

L'essentiel de la semaine

- **Marchés** : le taux 10 ans allemand est temporairement passé au-dessus de 0,60% ; l'euro progresse face au dollar; les indices crédit cash ont bien résisté à la forte remontée des taux en Allemagne ; la Fed rassure.
- **Etats-Unis** : le marché du travail et le climat des affaires restent bien orientés.

L'événement

Le commerce mondial en bien meilleure forme qu'il y a un an...du moins pour l'instant

La situation a bien changé depuis que, fin 2015 et début 2016, la première contraction en volume du commerce mondial depuis la Grande récession suscitait de nombreuses craintes concernant la santé économique des pays émergents et, par extension, la vigueur de la reprise dans les pays développés. Au cours des derniers mois, en effet, le commerce mondial n'a cessé de se reprendre, si bien que sa progression annuelle atteignait (lissée sur 6 mois) 6,9% en avril 2017, soit un plus haut depuis 2011 (surtout expliquée par la hausse de 11,8% des importations des pays émergents, celles des développés n'étant que de 1,8%). Une partie du rebond provient certes d'effets de base après le creux d'il y a un an. Il en faudrait beaucoup plus pour invalider le constat, fait depuis quelques années, d'une baisse de l'« élasticité-croissance » du commerce mondial (alors qu'il progressait deux fois plus vite que le PIB mondial au cours des trois dernières décennies, il croît, en tendance, au même rythme que ce PIB depuis 2011). Par ailleurs, il est possible que ces statistiques capturent mal le comportement réel de l'ensemble des échanges internationaux, constitués de plus en plus de services, que les organisations internationales reconnaissent volontiers avoir le plus grand mal à mesurer (notamment lorsqu'il s'agit de services diffusés par voie électronique, et encore davantage de services en partie gratuits, procurés en échange d'informations).

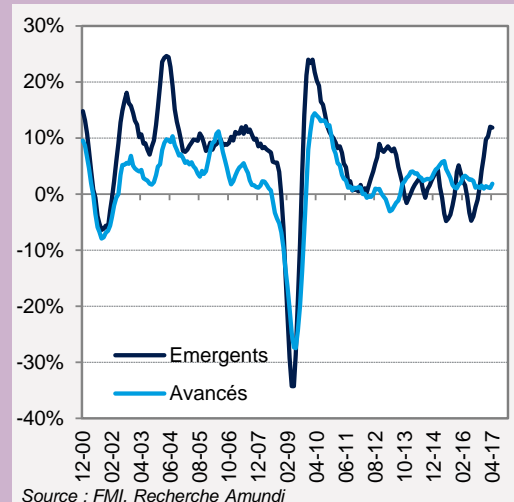
- Il n'empêche, un tel rebond semblait loin d'être acquis en fin d'année dernière, alors que l'appétit pour un retour à certaines formes de protectionnisme semblait à son pic dans la foulée de la victoire du Brexit et de celle de D. Trump.

- Tout d'abord, le tonus du commerce mondial a sa dynamique propre, de plus en plus distincte des décisions médiatiquement très visibles d'ouverture et de fermeture des frontières aux produits de tel ou tel secteur. Les chaînes de valeur mondiale sont de plus en plus intégrées (même si ce processus atteint probablement sa limite) et le commerce entre les pays émergents eux-mêmes gagne du terrain. Aussi, il n'est pas certain que, même si les Etats-Unis s'étaient retirés de l'ALENA ou si le Congrès américain avait officiellement dénoncé la Chine comme « manipulateur de devises », les chiffres 6 mois plus tard auraient été très différents.

- Cependant, un élément majeur est tout de même que l'escalade protectionniste n'a pas eu lieu ou, tout du moins, pas encore. La Maison Blanche, de plus en plus sur la défensive alors que les enquêtes portant sur l'équipe du Président se resserrent, n'a pas été en mesure de présenter de projet cohérent. Le plan, pour le coup solidement construit, de *Border Adjustment Tax* poussé par les Républicains du Congrès s'est heurté pour sa part à une très forte résistance aux Etats-Unis eux-mêmes et paraît aujourd'hui abandonné. Les décisions protectionnistes les plus visibles ont porté sur l'abandon (pas forcément définitif) de traités encore en projet ou non encore ratifiés (le TTIP et le TPP), tandis que certains éléments de l'ALENA sont bien en cours de renégociation, mais pas forcément dans un sens protectionniste. De ce côté-ci de l'Atlantique, le *Hard Brexit* paraît désormais un petit peu moins probable et le résultat des élections du S1 2017 aux Pays-Bas et en France n'a pas confirmé la trajectoire des scrutins anglo-saxons de 2016.

- Faut-il pour autant conclure à un horizon désormais dégagé pour le commerce mondial ? Pas forcément, et ce pour deux raisons structurelles. La première est qu'il n'y a aucune raison de penser que les déterminants, nombreux et complexes, du rejet de la mondialisation dans les pays développés disparaissent rapidement. De nouvelles offres politiques (voire une reprise en main de ce thème par D. Trump, plus tard dans son mandat, alors qu'il vient tout de même d'arracher lors du G20 de samedi dernier le droit d'utiliser des *instruments de défense commerciale légitime* pourraient venir se greffer sur ce terrain fertile. La seconde est que les déterminants proprement économiques, toujours en cours d'investigation, de la décélération tendancielle du commerce mondial (limite atteinte par l'intégration des chaînes de valeur, moindre contenu de la croissance en investissement, moindre intérêt des délocalisations en raison de la montée des salaires dans les pays émergents...entre autres facteurs) sont également des évolutions de long terme. Ceci, bien sûr, sous réserve que n'apparaissent pas rapidement de nouvelles méthodologies de comptabilisation de ce commerce qui fassent apparaître une réalité différente.

Commerce mondial en volume, importations (6m/6m annualisé)



La semaine en un clin d'œil

> Indicateurs économiques

Zone euro > **Hausse de la production industrielle.** La production industrielle a progressé de 1,3% en mai en zone euro (contre +1,1% attendu, et après une hausse de +0,3% en avril). Pays par pays, la hausse est de +1,4% en Allemagne, de +1,9% en France, de +0,7% en Italie et de +1,6% en Espagne.


 Les bons chiffres se succèdent en zone euro. La croissance économique du T2 a peut-être été encore plus forte que celle du T1 (+0,6%).

Etats-Unis > **Le marché du travail et le climat des affaires restent bien orientés.** Le nombre des postes ouverts au recrutement était de 5,67M en mai, un chiffre toujours très élevé malgré une baisse par rapport à avril (5,96M). L'indice NFIB (confiance des petites entreprises), à 103,6 en juin après 104,5 en mai continue de s'éroder après ses pics de début d'année mais reste bien plus élevé qu'avant l'élection de D. Trump.

 Le cycle d'expansion américain continue. Il surprend tant par sa durée (8 ans) que par le rythme peu élevé de la croissance, mais il ne donne pas de véritable signe d'essoufflement.

> Politique monétaire


Canada > **La Banque du Canada remonte son taux directeur de 25 pb à 0,75%.** Pour rappel, le taux directeur de la BoC se trouvait à 0,50% depuis l'été 2015, l'institution ayant adopté une approche prudente après la forte baisse des prix du pétrole à partir de la mi-2014. La BoC considère que la faiblesse actuelle de l'inflation sous-jacente est temporaire et que les très bons chiffres de croissance obtenus récemment permettront de fermer l'output gap prochainement.

 Les membres du comité de politique monétaire avaient multiplié les signaux offensifs ces dernières semaines et les marchés avaient progressivement escompté une hausse de taux. Dans un contexte de prix du pétrole faibles, la BoC ne pourra procéder à un cycle de resserrement rapide. D'ailleurs, le taux de change effectif du Canada a pris 5% depuis mi-mai, ce qui jouera à la baisse sur l'inflation.

> Marchés financiers


Obligations souveraines

Le taux 10 ans allemand est temporairement passé au-dessus de 0,60% pour la première fois depuis 2015, finissant la semaine à 0,59%. Le taux 10 ans américain finit la semaine à 2,33%. En Europe, les point-morts d'inflation se sont repris depuis leur plus bas de fin juin et reviennent sur les niveaux de mi-mai. En Europe, les spreads souverains se sont légèrement contractés sur les maturités longues, après l'élargissement causé par le discours de Mario Draghi le 27 juin.

 Comme nous le précisons dans l'édito de la semaine dernière, la remontée des taux longs allemands peut se poursuivre quelque peu. Ce mouvement pourra être interrompu par la BCE si celle-ci considère que les taux remontent trop vite trop fort. Ce n'est pas le cas pour le moment, le 5 juillet, Benoît Coeuré expliquait 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.* »


Taux de change

L'euro continue à progresser face au dollar, avec un rétrécissement de l'écart de taux entre les Etats-Unis et l'Allemagne. La parité EUR/USD est désormais proche de 1,15, ce qui a constitué le niveau maximal depuis le début 2015.

 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. Les indices credit ont performé sur le marché euro et dollar.

 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

La Fed rassure. L'audition de Janet Yellen a clairement rassuré les marchés d'actions. Après avoir marqué le pas en début de semaine, ceux-ci, à l'exception du Japon, ont rebondi à l'unisson mercredi, dopé par les propos prudents de la patronne de la Fed (cf. plus haut). Aux Etats-Unis, le Dow Jones en hausse de 0,6% établit un nouveau plus haut. Plus sensible aux taux, le Nasdaq progresse de façon encore plus soutenue (+1,1%). Plus volatils que le marché américain, les marchés européens amplifient la hausse avec des variations moyennes de +1,5%. Enfin, ce sont surtout les marchés émergents (+2,2%) qui ont bénéficié du ton conciliant de la Fed. A l'inverse, pénalisé par la remontée du Yen, le Japon a cédé 0,5% mercredi.

 En l'absence de développements nouveaux sur le front des résultats, l'attention des marchés d'actions se focalise depuis quelques semaines sur tout ce qui a trait à l'inflation (salaires, pétrole...) et au niveau des taux. Ces derniers étant à leur tour déterminant pour la valorisation des marchés d'actions. Le paradoxe toutefois est que les marchés actions ont salué tout aussi bien les remontées de taux longs, signe que la reflation est bien ancrée... que les messages accommodants des banquiers centraux indiquant que le resserrement demeurerait mesuré... Cette spirale où l'on gagne à chaque fois va-t-elle s'enrayer ? D'aucuns pointent un risque de correction des marchés à l'automne. Reste à en identifier le déclencheur (Chine, réforme fiscale US...), les résultats devant a priori demeurer bien orientés et les banques centrales prévisibles, à moins que ce ne soit une accumulation de petits événements....

Evénements clés à venir

> Indicateurs économiques

Chine : Les ventes au détail sont attendu à la baisse en juin. **Royaume Uni** : L' indice des prix à la consommation devrait rester stable en juin.

Date	Pays	Données macroéconomiques attendues	Consensus	Dernier
17 juillet	Chine	Ventes au détail. GA. juin	10,6%	10,7%
18 juillet	Royaume-Uni	Indice des prix à la consommation. GA. juin	2,9%	2,9%
	Zone euro	Indice des prix à la consommation. GA. juin	-	1,4%
20 juillet	Allemagne	Indice des prix à la production. GA. Juin	-	2,8%
	Zone euro	Indice de confiance des consommateurs. Juillet	-	-1,3

Source : Stratégie Amundi

> Adjudications

Date	Pays	Adjudications d'emprunts d'Etat européens [maturité, montant (si disponibles)]
18 juillet	MES	Court terme, montants non disponibles jeudi
19 juillet	Allemagne	Long terme, 1 Mds €
20 juillet	France	Long terme, montants non disponibles jeudi
	Espagne	Long terme, montants non disponibles jeudi

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	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
S&P 500	2443	1,4%	0,1%	9,1%
Eurostoxx 50	3527	1,9%	-0,9%	7,2%
CAC 40	5243	1,8%	-0,3%	7,8%
Dax 30	12628	2,0%	-1,1%	10,0%
Nikkei 225	20100	0,5%	1,0%	5,2%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1030	2,4%	2,0%	19,4%
Matières premières - Volatilité	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Pétrole (Brent, \$/baril)	48	-0,9%	-2,1%	-16,1%
Or (\$/once)	1221	-0,4%	-3,6%	5,9%
VIX	10	-2,3	-0,1	-3,8
Marché des changes	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EUR/USD	1,14	-0,1%	1,8%	8,5%
USD/JPY	113	0,1%	2,9%	-3,1%
EUR/GBP	0,88	0,1%	0,3%	3,3%
EUR/CHF	1,10	0,5%	1,5%	2,8%
Marchés des taux	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EONIA	-0,36	-	--	-3 bp
Euribor 3M	-0,33	--	-	-1 bp
Libor USD 3M	1,30	--	+6 bp	+31 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,62	-4 bp	+8 bp	+15 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,59	+3 bp	+33 bp	+39 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	1,35	-4 bp	-1 bp	+16 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2,33	-3 bp	+12 bp	-11 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
France	+27 bp	-9 bp	-7 bp	-21 bp
Autriche	+17 bp	-7 bp	-10 bp	-5 bp
Pays-Bas	+12 bp	-7 bp	-9 bp	-3 bp
Finlande	-2 bp	-6 bp	-9 bp	-16 bp
Belgique	+27 bp	-8 bp	-5 bp	-5 bp
Irlande	+31 bp	-11 bp	-11 bp	-23 bp
Portugal	+256 bp	+6 bp	-12 bp	-99 bp
Espagne	+106 bp	-5 bp	-11 bp	-11 bp
Italie	+169 bp	-1 bp	-2 bp	+8 bp
Marchés du crédit	13/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Itraxx Main	+55 bp	-1 bp	-3 bp	-17 bp
Itraxx Crossover	+244 bp	-8 bp	+8 bp	-44 bp
Itraxx Financials Senior	+51 bp	-3 bp	-11 bp	-43 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