

Achevé de rédiger à 15h (Prochain numéro le 1^{er} septembre)

24 juill. - 28 juill. 2017

L'essentiel de la semaine

- **Marchés** : hausse des rendements obligataires des deux côtés de l'Atlantique; hausse de la parité EUR/USD; les segments obligataires à bêta élevé ont une nouvelle fois surperformé ; des marchés d'actions dans le vert.
- **Croissance** : la croissance accélère comme attendu au T2 aux **Etats-Unis**, surprend à la hausse en **Espagne**, se stabilise comme attendu en **France**.

L'événement

Taux de défaut du *high yield* aux Etats-Unis : quelles perspectives pour le 2nd semestre après une première partie d'année en forte baisse ?

Vive chute des taux de défaut du haut rendement américain depuis le 1^{er} janvier 2017

Le premier semestre 2017 a été marqué par une solide contraction des taux de défaut des obligations spéculatives américaines ; une tendance peu surprenante dans la mesure où les principaux indicateurs des faillites des entreprises américaines considérées comme à haut rendement indiquaient un pic en tout début d'année, suivi par un rapide effondrement. Comme l'ont confirmé les dernières données économiques de Moody's, la chute s'est en réalité accélérée au cours des derniers mois de la période . En janvier, le taux de défaut s'est établi à 5,9 % pour les titres spéculatifs américains, au plus haut de ce que l'on appelle le « mini-cycle » de défaut actuel. Le taux a par la suite baissé à 4,7 % au mois de mars avant d'atteindre 3,8 % en juin ; les dernières prévisions des agences de notation suggèrent un taux de 3 % environ d'ici le mois de décembre, ce qui concorde avec nos propres anticipations revues à la baisse en fonction des indicateurs avancés de défaut. La baisse devrait par conséquent être moins marquée durant les prochains mois, l'effondrement du taux de défaut observé en juin sur les douze précédents mois s'expliquant par la substitution d'une première partie d'année 2016 particulièrement mauvaise comparée aux meilleurs chiffres relatifs au premier semestre de cette année. En réalité, la dette à haut rendement américaine ayant fait défaut au cours des six premiers mois de 2017 a représenté moins d'un tiers du volume enregistré à la même période l'année précédente. Les chiffres au second semestre de cette année devraient toutefois se rapprocher davantage de ceux du S2 2016.

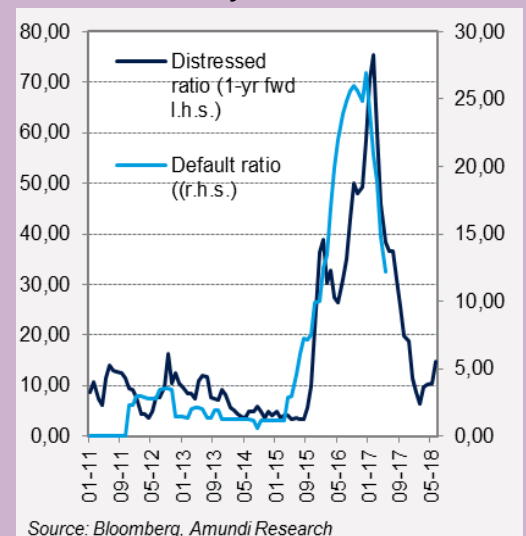
Le cycle lié aux matières premières touche à sa fin...

Les évolutions à la hausse comme à la baisse du « mini-cycle » actuel ne sont pas imputables à une récession et/ou à une crise financière mais presque intégralement aux matières premières : si l'on exclut les entreprises des secteurs de l'énergie et des matériaux du calcul de ces deux dernières années, le taux de défaut est en réalité resté plutôt stable et proche des niveaux les plus bas ayant été atteints les années précédentes. Le graphique indique que le rebond énergétique, calculé selon le nombre décroissant de faillites au sein du secteur, devrait se poursuivre durant les prochains trimestres, en restant toutefois en retrait par rapport à l'effondrement de son distressed ratio connu il y a environ un an. Le distressed ratio (pourcentage d'obligations qui s'échangent au-delà de 1 000 pb par rapport aux bons du Trésor) de l'ensemble de l'univers des titres américains spéculatifs est actuellement proche des plus bas de 2014, révélant par conséquent un seuil de 3 % dans les 6 à 9 prochains mois. L'étude des taux de défaut selon les catégories de notation fait par ailleurs ressortir des données encourageantes. Les obligations spéculatives de haute qualité, c'est-à-dire celles notées BB, ont enregistré un taux de défaut nul depuis le début de l'année, et les obligations notées B ont suivi le même parcours dès les mois suivants. Pour résumer, les taux de défaut sont par conséquent concentrés sur les titres les moins bien notés, à savoir les obligations CCC.

Par conséquent, à quoi peut-on s'attendre pour les mois à venir ?

Dans la mesure où les facteurs top-down indiquent une nouvelle baisse du taux de défaut et que les turbulences s'estompent au sein des secteurs des matières premières, la question consiste désormais à identifier les secteurs qui présenteront le plus grand nombre

Secteur énergétique américain à haut rendement : la chute du *distress ratio* suggère la fin du cycle actuel



d'émetteurs en défaut et ceux qui prendront la tête de la tendance dans les prochains mois et trimestres. Pour l'heure, exception faite des matières premières, le secteur de la distribution semble sous pression, bien que seuls quelques défauts aient été observés le mois précédent, avec un distressed ratio de 17 %, le plus important parmi les principaux segments américains. Toutefois, selon les dernières statistiques publiées par Fitch, la distribution américaine souffre aujourd'hui d'un taux de défaut toujours très limité, de l'ordre de 1,8 %. Moody's anticipe dans les douze prochains mois un taux de défaut de 4,5 % pour les distributeurs, et de 7 % pour le secteur des médias : en bref, une hausse particulièrement limitée pour ces deux secteurs, qui représente respectivement 3,7 % et 4,7 % des obligations américaines à haut rendement (soit bien en-deçà des 14 % dans le secteur énergétique et 5 % pour les métaux/mines). L'étude des récentes tendances portant sur l'offre de dette révèle une amélioration du refinancement par le biais d'opérations de fusions-acquisitions et des postes de dépenses en vue d'acquies de nouvelles obligations ; c'est un signe encourageant qui tient également compte des volumes limités des besoins de refinancement des entreprises américaines ces deux prochaines années. En conclusion, aux États-Unis, les taux de défaut devraient poursuivre avec leur tendance à la baisse, à un rythme cependant moins soutenu que celui observé depuis le début de l'année. Ce scénario semble cadrer non seulement avec les facteurs top-down mais également avec les facteurs bottom-up et ceux de marché. Les faibles niveaux des taux de défaut aux États-Unis devraient refléter un scénario peu impactant pour le haut rendement européen : l'Europe n'a en effet pas rejoint les États-Unis dans son « mini-cycle » lié aux matières premières ces dernières années et la région est restée proche de ses faibles niveaux cycliques (qui devraient par ailleurs se confirmer dans les prochains trimestres).


La semaine en un clin d'œil

> Indicateurs économiques

Etats-Unis >

La croissance accélère au T2, comme attendu. La croissance a été révisée en baisse au T1 (de 1,4% à 1,2% en rythme annualisé), la croissance est sortie à 2,6% au T2 (+2,1% sur un an). Surtout tirée par la consommation de ménages (qui contribue à hauteur de 1,9 pp à la croissance), l'activité a également bénéficié de l'accélération inattendue de l'investissement en biens d'équipement, en hausse de 8,2% en rythme annualisé (après une progression néanmoins revue en baisse au T1, à 4,4%).

Biens durables : les commandes se tassent, les livraisons grimpent. Ces dernières étaient en hausse pour le 5^{ème} mois consécutif en juin.


 Le repli des commandes semble indiquer un fléchissement de l'investissement au T3. Mais la consommation tient bon et le marché du travail est bien orienté. Nous conservons notre prévision de croissance du PIB à 2% en 2017. Dans l'ensemble, les données économiques publiées confortent notre scénario de politique monétaire : début de la normalisation du bilan de la Fed probablement en septembre et prochaine hausse de taux de 25pb en décembre. Cette perspective est très clairement confortée par le communiqué de la Fed à l'issue du FOMC du 26 septembre.

France >

La croissance se stabilise au T2 à 0,5%. La croissance est tirée à la fois par la demande intérieure et les exportations. La consommation accélère (+0,3% après +0,1% au T1), l'investissement ralentit (+0,5% après +1,4% au T1). Les exportations bondissent de 3,1%. Seule ombre au tableau, le déstockage des entreprises.

PMI en léger repli en juillet. L'indice PMI composite s'est légèrement replié de 56,6 à 55,7. Cette évolution masque toutefois l'amélioration enregistrée du côté du secteur manufacturier, où l'indice monte davantage qu'attendu (passant de 54,8 à 55,4).

L'inflation reste faible, à 0,8% sur un an en juillet (estimation préliminaire).

 La croissance est ressortie en ligne avec les attentes. Le rebond des exportations françaises confirme la solidité de la reprise dans la zone euro ainsi que la vigueur du commerce mondial. L'acquis de croissance pour 2017 campe désormais à 1,4%. Les enquêtes continuent d'indiquer une reprise solide au S2. Mais les PMI semblent montrer que le pic de croissance était au T2. Nous serons peut-être amenés à revoir légèrement à la hausse notre prévision de croissance actuelle pour 2017 (1,6%). Une chose est sûre : le consensus (1,5%) est trop faible.

Allemagne >


L'IFO au plus haut en juillet. L'indice phare allemand a atteint son plus haut niveau depuis la réunification allemande. La composante « anticipations » s'améliore mais reste en retrait par rapport à la composante « conditions actuelles ». L'indice est tiré par les secteurs manufacturier et de la construction.

L'inflation reste stable. L'inflation s'inscrit en hausse de 1,5% sur un an en juillet (estimation préliminaire) au même niveau qu'en juin.

Il semble que la croissance continue d'accélérer au T3, après un T2 qui était déjà vigoureux. Si cette tendance se confirme, nous serions amenés à relever une nouvelle fois notre prévision de croissance pour 2017 (actuellement à 1,8% vs 1,7% pour le Consensus).

Espagne >


La croissance accélère encore au T2 ! La croissance est ressortie à 0,9% au T2 (vs 0,8% au T1). La décomposition ne sera pas disponible avant la fin du mois d'août.

 La consommation a probablement accéléré, dopée par les créations d'emplois. L'investissement est sans doute resté dynamique. Enfin, comme en France, les exportations ont également certainement contribué à cette bonne performance. Les enquêtes restent très bien orientées à ce stade. Il est donc possible que nous soyons amenés à revoir une nouvelle fois en hausse notre prévision de croissance pour 2017 (actuellement à 2,8%).

> Marchés financiers


Obligations souveraines

À l'approche de la réunion de la Fed, les premiers jours de la semaine ont été marqués par une hausse des rendements obligataires des deux côtés de l'Atlantique. Par la suite, la courbe des taux américains a réagi aux déclarations du FOMC en enregistrant un léger soubresaut, les titres à long terme surperformant généralement les maturités plus courtes. Cette réaction semble indiquer que les intervenants du marché ont été davantage impressionnés par les déclarations prudentes entourant l'évolution de l'inflation plutôt que par les annonces, pourtant plus claires, portant sur une normalisation du bilan de la Banque un peu plus tôt que prévu. Le fait que la Banque centrale se concentre avant tout sur l'inflation devrait permettre aux marchés de suivre les prochaines tendances des prix durant les semaines à venir. Dans l'ensemble, les rendements ont toutefois renoué avec leurs niveaux de début de semaine. Il en va de même pour le Bund allemand à 10 ans. Les spreads des emprunts d'États périphériques se sont stabilisés après le rebond observé ces dernières semaines, et la Grèce a fait son retour sur les marchés obligataires presque exactement cinq ans après le célèbre engagement du président de la BCE en juillet 2012 de faire « *tout ce qui est nécessaire* » pour sauver la monnaie commune.

 Les rendements obligataires européens semblent être plus stables aux niveaux actuels après les derniers commentaires et publications de la BCE et dans l'anticipation d'un mois d'août plus calme en matière de négociation. Aux États-Unis, les marchés obligataires semblent avoir confiance dans le fait que la Fed conservera une approche graduelle, les anticipations d'inflation ne semblant pas inquiétantes. Le prochain relèvement de taux ne devrait pas avoir lieu avant décembre, mais l'attention des investisseurs devrait progressivement se détourner des taux au profit de la normalisation du bilan de la Fed.

Taux de change


Les déclarations du FOMC ont conforté l'effet haussier de la parité EUR/USD, qui a atteint, à l'heure où nous rédigeons, environ 1,17. L'absence d'avancée concernant la relance budgétaire exerce de nouvelles pressions sur le dollar face à l'euro, ainsi que sur les tendances macroéconomiques relatives et les flux financiers. Si les déclarations et formulations de la BCE la semaine passée ont aidé à stabiliser les rendements obligataires européens après la vive hausse initiée dès la fin du mois de juin, elles ne sont pas parvenues à limiter la hausse de l'euro, qui a atteint de nouveaux sommets. À ce titre, le rôle que jouent les perspectives de politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis semble toujours prépondérant en dépit des récentes indications de la BCE pourtant plus conciliantes. Du côté des monnaies émergentes, notons la performance positive des devises liées aux matières premières, qui ont bénéficié du rebond des cours du pétrole et des produits de base.

 Comme nous l'avons précisé dans « l'événement » de la semaine passée, le taux de change de l'euro face au dollar est toujours largement en-deçà des niveaux observés à l'époque où la BCE appliquait des taux négatifs, et les niveaux actuels ne devraient pas entraver la reprise cyclique ou inciter la BCE à revoir ses plans. Les marchés émergents, en revanche, semblent prometteurs grâce au récent rebond des prix des matières premières.

Crédit

Au cours de la semaine écoulée, les « suspects habituels » des marchés des obligations d'entreprise, à savoir les segments obligataires à bêta élevé (le haut rendement et la dette financière subordonnée) ont une nouvelle fois surperformé. Plus précisément, les titres spéculatifs américains comme européens ont vu leurs spreads se resserrer davantage. Les rendements totaux depuis le 1^{er} janvier ont par conséquent atteint de nouveaux sommets : à l'heure où nous écrivons, les principaux indices de référence obligataires enregistrent des performances totales de l'ordre de 6 % (haut rendement américain) à presque 5 % (obligations spéculatives européennes). Conformément aux prévisions, les conclusions du FOMC sont par conséquent majoritairement neutres à l'égard du crédit européen. Néanmoins, la confirmation que l'approche prudente de la Fed dans le cadre de la normalisation progressive de sa politique sera maintenue a légèrement soutenu les actifs risqués et la réaction des marchés des changes qui s'en est suivie semble un peu plus favorable aux obligations d'entreprises américaines. La dépréciation plus marquée du dollar est en réalité plus favorable aux entreprises américaines qu'elle ne l'est véritablement pour les sociétés européennes. Cependant, en raison des valorisations serrées du marché

du crédit des deux côtés de l'Atlantique, l'appréciation de l'euro face au dollar devrait avoir un impact limité sur les obligations d'entreprise en termes relatifs et sur le plan géographique.

 À mesure que se poursuit la saison des résultats, les premières publications semblent confirmer la solidité des fondamentaux des entreprises européennes qui, portées par des facteurs techniques particulièrement positifs, confortent un scénario optimiste à l'égard du crédit et ce, en dépit des valorisations de plus en plus tendues. Les récentes fluctuations des cours reflètent le véritable sentiment d'appétence pour le risque et confirment qu'au sein des marchés obligataires, le crédit a su résister face aux dernières hausses rapides des rendements des emprunts d'État. Aussi conservons-nous un positionnement positif à l'égard des produits de spread, mais reconnaissons toutefois que les rendements futurs proviendront de plus en plus du portage (*yield carry*) que d'un nouveau resserrement des spreads.

Actions

Des marchés d'actions dans le vert. Le marché américain a en effet encore établi de nouveaux records historiques. Les marchés de la zone euro ont quant à eux résisté à une poursuite de la hausse de l'euro grâce à des publications de résultats favorables. Il est cependant encore trop tôt pour faire un bilan complet de ces publications.

 Pour l'instant, les bases de comparaison des profits restent favorables. Cela devrait se détériorer seulement au quatrième trimestre de l'année. L'automne pourrait réserver aussi d'autres surprises : au-delà de la moindre accommodation attendue de la part de la Fed et de la BCE, notons par exemple que les questions pourraient aussi revenir sur les choix de politique économique en Chine après le congrès du parti communiste. Le potentiel de hausse des marchés d'actions n'est pas complètement consommé, mais ne perdons pas de vue les risques de cette seconde partie de l'année.

Événements clés à venir

> Indicateurs économiques

Zone euro : Le taux de chômage est attendu à la baisse en juin. **Etats-Unis** : Le PMI manufacturier devrait rester stable en août.

Date	Pays	Données macroéconomiques attendues	Consensus	Dernier
31 juillet	Zone euro	Taux de chômage. Juin	9,2%	9,3%
	Japon	PMI manufacturier. Juillet	-	52,2
	Zone euro	Indice des prix à la consommation.GA. Juin	1,3%	1,3%
1 Août	Etats-Unis	PMI manufacturier. Août	53,2	53,2
	Brésil	Production industrielle. GA. Juin	-	4,0%
3 Août	Zone euro	Ventes au détail. GA. Juin	2,5%	2,6%

Source : Stratégie Amundi

> Adjudications

Date	Pays	Adjudications d'emprunts d'Etat européens [maturité, montant (si disponibles)]
31 juillet	France	Court terme, 6,1 Mds €
1 août	Allemagne	Long terme, 4 Mds€
2 août	Grèce	Court terme, 625 M €

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

> Événements clés

Date	Comités de politique monétaire à venir
	Banque du Japon (BoJ)
3 août 2017	Banque d'Angleterre (BoE)

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

Source : Stratégie Amundi

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
S&P 500	2469	-0,2%	1,1%	10,3%
Eurostoxx 50	3461	0,3%	-2,1%	5,2%
CAC 40	5118	0,0%	-2,6%	5,3%
Dax 30	12150	-0,7%	-3,9%	5,8%
Nikkei 225	19960	-0,7%	-0,8%	4,4%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1069	0,8%	5,6%	24,0%
Matières premières - Volatilité	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Pétrole (Brent, \$/baril)	52	8,1%	9,8%	-8,6%
Or (\$/once)	1265	0,8%	1,2%	9,8%
VIX	11	1,7	1,0	-3,0
Marché des changes	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EUR/USD	1,17	0,5%	3,1%	11,5%
USD/JPY	111	-0,1%	-1,1%	-5,1%
EUR/GBP	0,90	-0,1%	1,9%	5,0%
EUR/CHF	1,14	3,2%	4,3%	6,2%
Marchés des taux	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
EONIA	-0,36	-	-	-3 bp
Euribor 3M	-0,33	-	-	-1 bp
Libor USD 3M	1,31	--	+2 bp	+32 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,67	-3 bp	-9 bp	+10 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,55	+5 bp	+19 bp	+35 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	1,36	+2 bp	+1 bp	+17 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	2,30	+7 bp	+8 bp	-14 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
France	+26 bp	+2 bp	-9 bp	-21 bp
Autriche	+16 bp	--	-10 bp	-6 bp
Pays-Bas	+11 bp	-1 bp	-9 bp	-4 bp
Finlande	--	+1 bp	-7 bp	-14 bp
Belgique	+28 bp	-	-5 bp	-5 bp
Irlande	+30 bp	-2 bp	-13 bp	-24 bp
Portugal	+241 bp	+1 bp	-20 bp	-115 bp
Espagne	+99 bp	+4 bp	-8 bp	-19 bp
Italie	+158 bp	+1 bp	-9 bp	-3 bp
Marchés du crédit	28/07/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/16
Itraxx Main	+52 bp	-	-2 bp	-20 bp
Itraxx Crossover	+235 bp	-2 bp	-2 bp	-54 bp
Itraxx Financials Senior	+51 bp	+1 bp	-2 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