

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^e trimestre est révisée à la hausse.
- **Zone euro** : le chômage baisse mais l'inflation sous-jacente ne remonte toujours pas.

CHIFFRE CLÉ

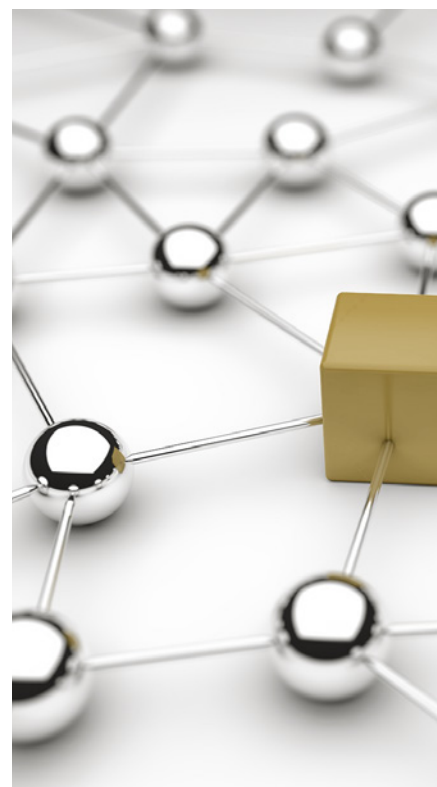
+3,3%

Révision à la hausse de la croissance du PIB des Etats-Unis au 3^e 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

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
Marchés d'actions				
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%
Matières premières - Volatility	01/12/17	1S	1 M	YTD
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
Marché des changes	01/12/17	1S	1 M	YTD
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%
Marchés du crédit	01/12/17	1S	1 M	YTD
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
Marchés des taux				
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
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	01/12/17	1S	1 M	YTD
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, Strategie Amundi
Données actualisées le 01 décembre à 15h00



Retrouvez toutes les définitions des termes financiers utilisés dans ce document sur notre site : [Lexique](#)

AVERTISSEMENT Achevé de rédiger le 1^{er} 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.