

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

2 juillet 2018 /// n°12-2018

La volatilité des marchés augmente

Points clés

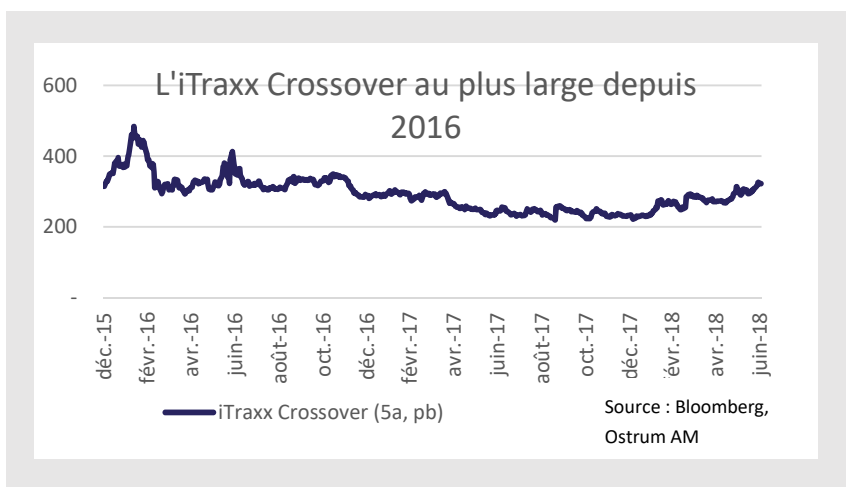
- Les tensions internationales occultent la croissance et l'inflation en hausse
- Le Bund à 0,30%, les actions et le crédit chahutés
- La hausse de la volatilité implicite fait écho à l'écartement des indices de crédit
- Le dollar reste fort, face aux devises émergentes notamment
- Les spreads émergents à 370pb contre Treasuries

Les tensions commerciales pèsent sur les marchés financiers. Les bourses émergentes, notamment Shanghai corrige de nouveau (-16% en 2018) et les taux sans risque diminuent vers 0,30% sur le Bund et 2,80% pour les Treasuries. Les bourses occidentales résistent mieux. L'indice S&P perd 0,3%, grâce au secteur de l'énergie. Par ailleurs, la forte réduction du spread 10-30a en zone euro semble lié aux rumeurs d'allongement de la maturité des réinvestissements à venir de la BCE. Le 30 ans allemand cote à peine au-dessus de 1%. Les emprunts indexés restent totalement insensibles aux tensions sur le prix du pétrole. Dans la sphère souveraine, l'Italie reste le marché le plus fragile. L'exposition au risque italien pénalise le high yield

européen dont le spread contre Bund (400pb) s'envole de 28pb sur la semaine écoulée. L'iTraxx Crossover s'écarte à 325pb. Les obligations d'entreprises IG sous-performent également (+7pb). Les financières subordonnées sont également vendues. Dans les marchés émergents, le spread moyen se situe autour de 370pb contre Treasuries. Les taux locaux ont en revanche suivi le marché directeur américain.

Le dollar américain reste soutenu par les mesures protectionnistes de Donald Trump. L'euro se négocie vers 1,16\$. La Banque Centrale brésilienne peine à stabiliser le réal revenu vers 3,90 contre le billet vert. Le renminbi poursuit sa chute contre le dollar.

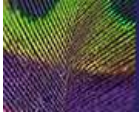
Le graphique de la semaine



Les tensions politiques en Europe et le protectionnisme américain ont favorisé un repli sur l'actif sans risque au détriment du marché du crédit.

Le crédit obligataire a sous-performé et motivé la mise en place de couverture via dérivés.

Les spreads des indices de crédit synthétique se sont élargis. L'iTraxx crossover cote autour de 325pb, soit un écartement de plus de 50pb depuis le milieu du mois de mai.



Retour à la neutralité sur les taux

Les marchés financiers restent dominés par les effets du protectionnisme initié par l'Administration Trump. Les signaux de ralentissement dans le monde, encore modestes à ce stade, engendrent déjà des corrections boursières significatives notamment en Asie. Les conséquences politiques (en Allemagne par exemple) de la gestion de la crise migratoire paralyse l'action des gouvernements européens face à ces risques extérieurs. En outre, l'Italie reste un sujet d'inquiétude majeur en zone euro. La capacité du pays à se financer sera mise en question au cours de l'été. Les ratios de couverture des adjudications souveraines diminuent et juillet s'annonce périlleux pour le Trésor italien.

L'économie américaine affichera pourtant une croissance forte de l'ordre de 4%ta au 2T18. L'amélioration de l'activité provient en premier lieu du redressement du commerce extérieur. Les exportations bondissent alors que les importations n'augmenteront que de 2-3%ta environ au deuxième trimestre. La consommation privée progresse à un rythme proche de 3%ta au 2T18. L'investissement reste solide quoiqu'un peu plus faible qu'au 1T. Les ventes de maisons neuves sont en haut de leur fourchette récente à 689k en termes annualisés en mai. L'ISM manufacturier repasse le seuil de 60, grâce aux nouvelles commandes. Les tensions dans la chaîne de production sont évidentes et les délais de livraison s'allongent. Par ailleurs, l'inflation accélère encore, sur fond de tensions sur les prix du brut (WTI à 73\$). Malgré le contexte économique justifiant des taux plus élevés, l'incertitude a pris le dessus et le 10 ans américain s'inscrivait en baisse la semaine passée. Nous prenons des profits sur ces niveaux, qui s'établissent près de 20pb sous la valeur d'équilibre du 10 ans (3,01% selon nos modèles). Le positionnement vendeur des comptes spéculatifs et la probable réduction des volumes à l'approche du 4 juillet pourraient se traduire par une poursuite des rachats de positions. C'est pourquoi la neutralité, en sensibilité ou en spread contre Bund, est privilégiée sur le T-note. Les emprunts indexés s'avèrent totalement insensibles à l'accélération des prix. Le point mort à 10 ans est inchangé depuis 1 mois à 213pb.

En zone euro, le Bund bute sur son support de 0,30%. La hausse de l'inflation largement expliquée par les prix de l'énergie retranscrits en euros est logiquement ignorée par les intervenants de marché. En outre, on prête à la BCE l'intention d'allonger la maturité moyenne de ses réinvestissements. Cette politique permettrait sans doute d'éviter une hausse précoce des taux à long terme liée aux hausses des taux de la Fed. Ces rumeurs ont rapidement provoqué un fort rétrécissement du spread 10-30a allemand. Le 30 ans est tombé à 1%. La tendance à l'aplatissement de la courbe reste valide. Ceci étant, les valorisations nous semblent tendues (équilibre à 0,38%) et la neutralité directionnelle est privilégiée. Le spread 2-10 ans

conserve un potentiel de resserrement. L'aplatissement de la courbe Bund a pour corollaire un écartement modeste des swap spreads longs.

Les emprunts d'états souverains de la zone euro ont connu une semaine relativement calme. La syndication de 7mds € de Bonos à 10 ans a attiré une demande évaluée à 24mds €. Cela indique que l'accès au marché du Trésor espagnol est intact. En revanche, comme indiqué plus haut, l'Italie fait face à des conditions de marché plus difficiles. Les montants émis et la demande sont réduits pour des échéances à 10 ans et au-delà. Les investisseurs pourraient hésiter à réinvestir en avance les tombées du mois d'août avant la publication des notations de Fitch (31 août) et Moody's (7 septembre). Nous restons neutres sur la dette italienne et maintenons une surexposition sur la dette espagnole. Les dernières enquêtes de positionnement indiquent néanmoins une légère augmentation de l'exposition des finaux aux dettes dites périphériques.

Le crédit à fort bêta sous-performe

Sur les marchés du crédit, le regain d'aversion au risque s'exprime au travers de la nette sous-performance des dettes financières subordonnées. Les noms les plus sensibles à la volatilité du marché sous-performent logiquement. Les flux vers les ETFs investis en crédit IG euro traduisent des réallocations sur l'actif sans risque. Le spread investment grade moyen se situe au-delà de 120pb, soit un élargissement de 36pb depuis le début de l'année. Le marché du high yield est lourd. Les flux restent défavorables à la classe d'actifs high yield même si les sorties se modèrent depuis les forts flux vendeurs du début de juin. Les spreads moyens de la classe d'actifs cotent 400pb. La volatilité implicite des actions a augmenté, ce qui tend à élargir les primes sur les marchés synthétiques en particulier. L'iTraxx crossover cote au-delà de 320pb, ce qui témoigne d'une demande de couverture.

Les spreads émergents autour de 370pb

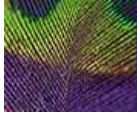
Dans les marchés émergents, la dette externe semble se stabiliser. Les spreads contre Treasuries se situent à 370pb. La victoire électorale d'AMLO au Mexique était largement attendue et n'a pas eu d'impact. Les fragilités perdurent au Brésil. Le réal reprend le chemin de la baisse malgré les interventions de change récentes. Le 10 ans brésilien s'échange à 315pb contre Treasuries. La Turquie reste évidemment sous pression avec des spreads de l'ordre de 400pb.

Sur le marché des changes, la faiblesse du Renminbi est parfois décrite comme un préalable à un plus fort mouvement à l'instar de la dévaluation de 2015. En réalité, la baisse du yuan corrige l'appréciation de la monnaie chinoise contre le panier de devises suivi par la PBoC. En outre, les craintes de ventes de Treasuries par les autorités chinoises nous semblent infondées.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.68 %	-1	-5	-5
EUR Bunds 10a	0.30%	-2	-8	-12
EUR Bunds 2s10s	98 bp	-2	-3	-7
USD Treasuries 2a	2.54 %	+1	+7	+66
USD Treasuries 10a	2.85 %	-3	-5	+45
USD Treasuries 2s10s	31 bp	-3	-12	-21
GBP Gilt 10a	1.26 %	-4	-2	+7
JPY JGB 10a	0.03 %	-1	-2	-2
EUR Spreads Souverains (10a)	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	35 bp	-4	+3	0
Italie	235 bp	-15	+4	+76
Espagne	99 bp	-3	-6	-15
Inflation Points-morts (10a)	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	147 bp	+0	-2	+4
USD TIPS	213 bp	+1	+2	+15
GBP Gilt Indexés	306 bp	+1	-1	0
EUR Indices Crédit	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	122 bp	+7	+2	+36
EUR Agences OAS	50 bp	+0	-8	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	54 bp	+0	-6	+14
EUR High Yield Pan-européen OAS	400 bp	+28	+8	+106
EUR/USD Indices CDS 5a	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	75 bp	+3	+9	+30
iTraxx Crossover	326 bp	+14	+37	+94
CDX IG	68 bp	+1	+4	+19
CDX High Yield	362 bp	+12	+21	+54
Marchés émergents	2-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	369 bp	+14	+27	+84
Devises	2-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.161	-0.74	-0.68	-3.32
GBP/USD	\$1.313	-1.01	-1.36	-2.82
USD/JPY	¥110.72	-1.06	-0.93	+1.78
Matières Premières	2-juil.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$77.8	\$3.3	\$1.3	\$13.1
Or	\$1 244.0	-\$22.0	-\$49.6	-\$58.8
Indices Actions	2-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 708	-0.34	-0.98	1.28
EuroStoxx 50	3 372	0.09	-2.35	-3.76
CAC 40	5 277	-0.13	-3.45	-0.67
Nikkei 225	21 812	-2.36	-1.62	-4.19
Shanghai Composite	2 776	-2.93	-9.74	-16.07
VIX - Volatilité implicite	17.36	0.17	28.97	57.25

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management



Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France 75013 Paris. En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Ce document est publié par la Direction de la Communication d'Ostrum Asset Management.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management
43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80
Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros
Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738