

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

29 octobre 2018 /// n°24-2018

Nouveau plongeon des bourses

Points clés

- **Le S&P perd 4% sur la semaine**
- **Repli vers le T-note et le Bund**
- **Dégradation limitée de la note italienne, le spread à 10 ans se détend sous 300pb**
- **Le crédit souffre, net élargissement du high yield**
- **La dette brésilienne résiste à la sous-performance de la dette émergente**

La correction boursière entamée le 3 octobre s'est poursuivie la semaine dernière. La baisse du S&P américain atteint 9%. Le plongeon du Nikkei dépasse le seuil de 12%. Les marchés européens s'inscrivent en baisse de 6 à 9% sur cette période.

Le repli vers les marchés de taux ramène le rendement du T-note à 10 ans sous 3,10%. Parallèlement, la pentification du spread 10-30 ans continue. Le Bund revient également sous 0,40%.

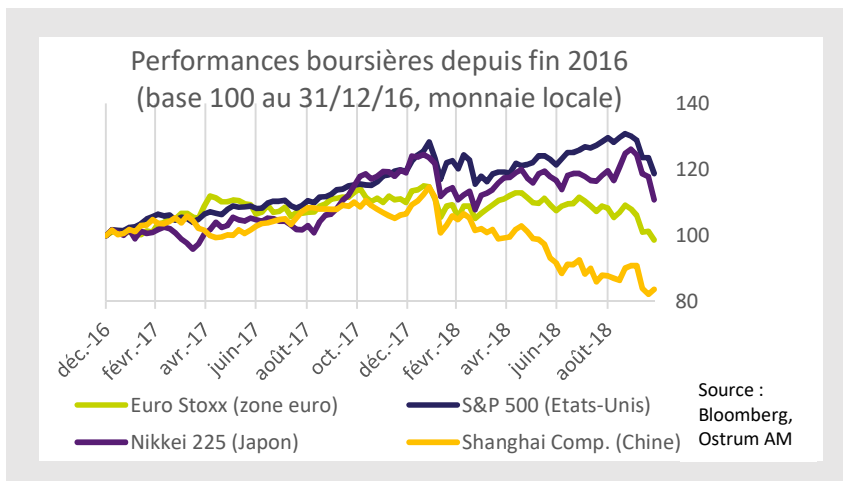
L'ensemble des spreads de crédit s'écarte. Les mouvements s'échelonnent de 13pb environ sur l'investment grade américain et européen à 75pb sur le high yield outre-Atlantique. En revanche, le BTP

italien à 10 ans repasse sous le seuil de 300pb contre Bund après les décisions des agences plus clémentes que prévu.

Le spread moyen sur la dette émergente en dollars augmente de 35pb. Le rétrécissement des spreads au Brésil n'occulte pas l'élargissement généralisé (Mexique, Indonésie, Colombie, Chili).

L'euro chute sous 1,14\$. Le discours de Draghi ne préfigure aucun changement de cap. Le yen se renforce vers 112 pour un dollar expliquant sans doute en partie la sous-performe du Nikkei. Le réal se renchérit face au dollar après l'élection de Jair Bolsonaro à la tête du pays.

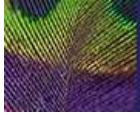
Le graphique de la semaine



La progression des cours de 2017 a laissé place à de fortes corrections boursières cette année.

Le relèvement des taux américain, les mesures protectionnistes et la politique extérieure américaine ont pris le dessus sur la croissance bénéficiaire.

Depuis fin 2016, le S&P monte de 18%. Le Japon reste en hausse de 10%, l'Euro Stoxx perd 2% et Shanghai plonge de 14%.



Le plongeon des actions se poursuit

Les marchés boursiers connaissent un mois d'octobre difficile. La plupart des indices enregistrent des baisses mensuelles supérieures à 5%. Le S&P a désormais effacé ses gains de 2018. Le niveau moyen de la volatilité implicite (VIX) depuis le 10 octobre se situe au-dessus de 22%, ce qui semble plus conforme au risque intrinsèque des marchés d'actions. La forte croissance économique aux Etats-Unis lors des deuxième (4,2%ta) et troisième (3,5%ta) trimestres marquera sans doute le point haut du cycle. La consommation des ménages progresse au rythme de 4%ta au 3t18 mais la vigueur de la demande intérieure engendre une nouvelle dégradation du solde commercial. La hausse du déficit extérieur entre juillet et septembre ampute la croissance d'1,7pp en rythme annuel. L'investissement des entreprises s'essouffle malgré la hausse des dépenses de recherche-développement et le déclin du logement se confirme. L'effet de la réforme fiscale s'estompe progressivement. Les allègements fiscaux ont largement contribué aux rachats d'actions record enregistrés cette année. Ce n'est sans doute pas un hasard si la correction a débuté durant la période de suspension des rachats en amont des publications de résultats. Les entreprises sont, depuis plusieurs années, l'acheteur marginal sur le marché américain. Les bénéficiaires par actions restent toutefois en croissance pour plus de 85% des sociétés ayant publié leurs comptes trimestriels jusqu'ici. Seuls les services publics et la consommation déçoivent.

En Europe, les performances boursières sont dans le rouge depuis le début de l'année. Le DAX allemand menacé par la politique tarifaire américaine perd 11%. La croissance économique est moins vigoureuse qu'aux Etats-Unis et le risque politique interne (Italie, Brexit) demeure important. La première moitié des publications montre une majorité de surprises à la baisse sur les chiffres d'affaires comme sur les résultats. Seuls les secteurs de l'énergie et la technologie font mieux que prévu. Le secteur des télécommunications déçoit. Sur le plan sectoriel, les ressources de base affichent la plus forte baisse depuis le 3 octobre (-18%) en zone euro. Les prix des métaux industriels ont en effet baissé de 6% (nickel), 12% (aluminium) voire 20% (zinc, plomb) en 2018. Les secteurs cycliques sont sous pression (chimie, construction, automobiles).

Le T-note proche de sa valeur d'équilibre

Cet environnement de marché plus difficile favorise l'actif sans risque. Le T-note marque un point bas hebdomadaire à 3,06% et s'échange autour de 3,10%. Les niveaux actuels sont en ligne avec le niveau d'équilibre du 10 ans issu de nos modèles (3,15%). Les sondages auprès des investisseurs suggèrent que les intervenants finaux sont revenus à la neutralité après

avoir longtemps affiché un biais vendeur. Les comptes spéculatifs ont quelque peu réduit leur positionnement vendeur, qui reste significatif. La correction actuelle ne semble pas remettre en cause la trajectoire des taux de la Fed. Ainsi, le potentiel de baisse des rendements demeure limité, ce qui justifie une position de neutralité. Nous prenons des profits sur la position à l'élargissement du spread 10-30 ans (23pb). Cet écart a doublé depuis le début du mois. Au Canada, la BoC a argué de l'accord commercial pour reprendre son cycle de hausse des taux malgré la diminution de l'inflation.

L'Italie en sursis

En zone euro, le repli vers le Bund apparaît également modeste au regard des turbulences sur les marchés d'actifs risqués. La baisse du rendement du Bund à 10 ans s'est limitée à 0,34% la semaine passée. On observe depuis une remontée vers 0,40% confortée par une revue des notations de l'Italie moins sévère que prévu. Moody's a certes abaissé sa note à Baa3 avec des perspectives stables. S&P a jugé que le BBB devait être maintenue mais la notation est désormais assortie de perspectives négatives. Les spreads des BTPs à 10 ans se resserrent de 15pb à 295pb en séance ce lundi. La probabilité d'un déclassement en high yield apparaît en effet réduite à court terme ce qui motive des rachats de positions vendeuses. Cela étant, les adjudications de BTPs restent principalement soutenues par les intérêts italiens, ce qui entretient le risque de spirale entre les banques et le souverain local, d'autant que le gouvernement se dit prêt à intervenir en cas de stress bancaire. Par ailleurs, Mario Draghi affiche toujours un certain optimisme quant aux perspectives économiques ou la trajectoire des prix. La politique monétaire restera sans doute « flexible » pour éviter tout emballement du marché. Néanmoins, la BCE a préféré retarder à décembre toute annonce relative à sa future politique de réinvestissement. L'amélioration du sentiment des investisseurs envers le BTP italien profite aux Bonos espagnols (115pb) et portugais (148pb).

Les spreads de crédit sont sous pression. La hausse hebdomadaire s'élève à 7pb dans l'univers IG euro (128pb contre Bund). Les publications médiocres en Europe et la volatilité boursière pèsent sur les cours. Les spreads high yield (420pb) s'envolent de 74pb depuis la fin du troisième trimestre. Le mouvement est similaire aux Etats-Unis.

Concernant les marchés émergents, le Brésil résiste au mouvement général d'écartement des spreads. L'élection présidentielle entraîne des rachats sur la devise (réal à 3,64) et la dette. La Turquie s'est aussi stabilisée grâce notamment au resserrement monétaire. En revanche, les spreads sont orientés à la hausse dans le reste de l'Amérique Latine ainsi que dans les pays à déficits extérieurs élevés.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	-3	-10	+0
EUR Bunds 10a	0.38%	-7	-9	-5
EUR Bunds 2s10s	100 bp	-4	+1	-5
USD Treasuries 2a	2.81 %	-10	-1	+93
USD Treasuries 10a	3.08 %	-12	+2	+67
USD Treasuries 2s10s	27 bp	-2	+3	-25
GBP Gilt 10a	1.4 %	-13	-17	+21
JPY JGB 10a	0.11 %	-4	-2	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	37 bp	-1	+3	+1
Italie	296 bp	-8	+28	+137
Espagne	117 bp	-8	+14	+3
Inflation Points-morts (10a)	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	130 bp	-5	-11	-13
USD TIPS	207 bp	-5	-8	+8
GBP Gilt Indexés	313 bp	-1	-6	+8
EUR Indices Crédit	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	128 bp	+7	+14	+42
EUR Agences OAS	57 bp	+1	+7	+19
EUR Obligations sécurisées OAS	59 bp	+3	+9	+19
EUR High Yield Pan-européen OAS	413 bp	+31	+67	+119
EUR/USD Indices CDS 5a	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	75 bp	+2	+8	+30
iTraxx Crossover	300 bp	+7	+28	+68
CDX IG	70 bp	+2	+12	+21
CDX High Yield	386 bp	+16	+61	+79
Marchés émergents	29-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	365 bp	+15	+24	+80
Devises	29-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.139	-0.83	-1.56	-5.15
GBP/USD	\$1.280	-1.49	-1.79	-5.26
USD/JPY	¥112.31	-0.09	+1.49	+0.34
Matières Premières	29-oct.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$77.1	-\$2.7	-\$5.6	\$13.5
Or	\$1 228.8	-\$2.3	\$39.8	-\$74.0
Indices Actions	29-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 653	-3.75	-8.97	-0.79
EuroStoxx 50	3 155	-1.10	-7.19	-9.96
CAC 40	4 989	-1.27	-9.18	-6.08
Nikkei 225	21 150	-6.48	-12.31	-7.09
Shanghai Composite	2 542	-4.25	-9.90	-23.13
VIX - Volatilité implicite	25.39	29.28	109.49	129.98

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 – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com