

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 février 2019 /// n°7-2019

Rally des actions mais des questions subsistent

Points clés

- La détente entre Washington et Pékin saluée par les marchés d'actions
- La Chine rouvre les vannes du crédit
- La menace protectionniste se déplace vers l'Allemagne
- Net resserrement des spreads de crédit et high yield
- Le pétrole se renchérit

La confiance affichée par Washington et Pékin au sujet des discussions commerciales a été bien accueillie par les marchés financiers. Le report probable de la hausse des tarifs douaniers prévue le 1^{er} mars a permis un rebond de 2,5% du S&P sur la semaine. L'allègement monétaire chinois s'est traduit par une montagne de nouveaux crédits en janvier. Shanghai progresse de près de 4%. Le Nikkei s'adjuge 5% et les indices européens sont en hausse de 3% environ.

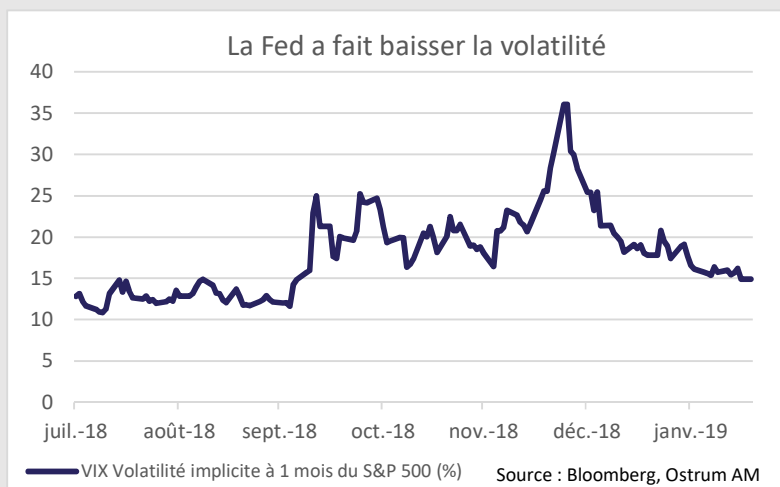
La reprise de risque se traduit sur les marchés du crédit par un resserrement généralisé. Le high yield européen voit son spread moyen baisser de 12pb à

446pb. Les indices de CDS s'échangent sur leurs plus bas niveaux en 2019 (sous 70pb sur l'iTraxx IG). Le pétrole prend aussi 5\$ sur la semaine. L'environnement de marché réduit aussi les spreads souverains. Les Bonos se resserrent malgré l'annonce d'élections anticipées en Espagne.

Les taux sans risque sont en revanche sans tendance. Le Bund cote 0,10% et le T-note oscille autour de 2,65%. Cela maintient les points morts d'inflation sous pression. Le Gilt à 1,15% traduit l'impasse des négociations sur le Brexit.

Le dollar fait une pause après deux semaines de hausse. L'euro s'échange juste au-dessus d'1,13\$.

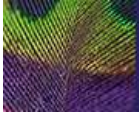
Le graphique de la semaine



La volatilité des marchés d'actions a diminué à la suite du changement de discours de la Réserve Fédérale.

Les taux bas et la hausse des marchés d'actions ont effacé les tensions observées au 4^t 2018. La perception du risque financier s'est réduite malgré une conjoncture économique incertaine et une série de échéances politiques.

Ainsi, la volatilité implicite des actions aux Etats-Unis est revenue sous 15%, au plus bas depuis l'été.



Relance monétaire sans précédent en Chine

Les statistiques monétaires chinoises montrent une accélération forte du crédit au mois de janvier. Le financement social total s'élève à 4620mds CNY. La baisse d'1pp du taux de réserves obligatoires a engendré une offre de crédit bancaire considérable, en hausse de 32% sur un an à 3570 mds CNY. Les émissions obligataires nettes des entreprises accélèrent également à près de 500mds CNY le mois dernier malgré une fin d'année 2018 marquée par une nette dégradation de la qualité de crédit en Chine. Le déluge de liquidités a largement profité aux marchés des actions chinoises (Shenzen +14% en 2019) et interrompu la réappréciation du renminbi sur le marché des changes. Le dollar s'échange à 6,76 yuans. L'autre élément déclencheur de la hausse des actions est l'optimisme des autorités quant à la perspective d'un accord commercial avec les Etats-Unis. Il semble que la hausse des tarifs douaniers prévue le 1^{er} mars n'aura pas lieu.

Aux Etats-Unis, un nouveau shutdown a été évité mais l'état d'urgence invoqué par Donald Trump afin d'accélérer la construction du mur semble ouvrir la boîte de Pandore à Washington. Cela rajoute du bruit politique à deux semaines de la fin de la suspension du plafond de la dette fédérale (1^{er} mars). Les discussions partisans renforceront l'incertitude sur l'état de la conjoncture mondiale. A ce sujet, le chiffre de ventes au détail de décembre (-1,2%^m) a jeté un froid. Une telle baisse des dépenses n'avait pas eu lieu depuis 2009 alors que l'économie américaine sortait à peine d'une crise majeure. Cette diminution de la consommation est douteuse compte tenu des créations d'emplois (1mn d'emplois en 4 mois), du nombre de postes créés (7,3mn en décembre) et d'autres indicateurs de ventes (Redbook 7,7%^a fin décembre). La collecte des données par le Census Bureau a pu être perturbée par le shutdown. L'inflation diminue à 1,6%^a en janvier par ailleurs sous l'effet de la baisse des prix énergétiques.

En Europe, les regards se tournent vers la BCE. Quoiqu'en dise Benoit Cœuré, une nouvelle série de TLTROs semble inévitable face aux signaux de resserrement des conditions de crédit en Italie. Le calibrage (maturité, taux, taille maximale du prêt) est complexe compte tenu des contraintes réglementaires (NSFR bancaire) et du risque moral associé. Le ralentissement de l'activité motive aussi un changement de politique. L'Allemagne a stagné au second semestre. Le secteur automobile souffre des nouvelles normes environnementales et de la menace protectionniste américaine. Un rapport américain considère l'automobile allemande comme une menace pour sa sécurité nationale. Le réchauffement des relations sino-américaines se fait donc au détriment de l'industrie automobile allemande.

Rally du risque mais des questions en suspens

Sur les marchés financiers, la détente des relations entre la Chine et les Etats-Unis a propulsé les indices actions plus haut. Le pétrole profite également de l'embellie même si le facteur déclencheur du rebond de 5\$ semble être la promesse saoudienne à restreindre son offre d'or noir. La publication des minutes du FOMC de janvier devrait nous éclairer sur les motivations du statu quo monétaire annoncé. Lael Brainard suggère même un arrêt de la contraction du bilan à brève échéance. La myopie des marchés explique le rebond des actions (et son ampleur) mais la question du financement du déficit extérieur des Etats-Unis est centrale. Les banques centrales étrangères n'accumulent plus de Treasuries depuis plusieurs années et il n'existe sans doute aucun substitut à la Fed pour financer le déficit ou refinancer la dette. La Fed continuera donc d'assumer un montant considérable de risque de taux (et cela n'a pas grand-chose à voir avec la structure de son passif et la demande de réserves bancaires).

Dans ce contexte, la stabilité des rendements prévaudra et les intervenants seront à l'affût des mauvaises nouvelles réelles ou supposées (comme le chiffre de ventes au détail la semaine passée). Nous sommes neutres sur les Treasuries malgré des valorisations tendues. Les maturités intermédiaires restent en forte demande de sorte que la pentification au-delà de 5 ans devrait continuer. En zone euro Le Bund reflète en premier lieu le ralentissement. Sous 0,08%, les prochains points techniques s'affichent en territoire négatif. L'assouplissement monétaire à venir est la principale raison de la réduction des spreads italiens. Les banques italiennes utiliseront sans doute en partie ce financement pour accumuler des positions en BTPs. L'annonce des élections espagnoles le 28 avril prochain a rapidement été digérée par le marché. Les Bonos à 10 ans s'échangent autour de 110pb.

Parallèlement, on observe un resserrement généralisé sur l'ensemble des marchés du crédit. La classe d'actifs attire de nouveau les investisseurs après un début d'année difficile. Le spread moyen sur l'investment grade en euro se situe sous 140pb contre Bund. Le high yield est aussi recherché (-12pb la semaine passée). Les subordonnées assurantielles continuent de tirer la cote (+3,5% cette année). Le non-exercice d'un call sur un titre bancaire Tier 1 a toutefois fait réagir certains intervenants, sans toutefois empêcher un fort rebond de l'indice des actions du secteur (+4% la semaine passée). De la même façon, le rebond des valeurs de l'automobile européenne pose question à ce stade compte tenu de la menace protectionniste américaine et d'avertissements sur les résultats de la part d'équipementiers notamment. Le rally des actions à fort bêta n'est pas nécessairement bon signe d'autant que le ralentissement économique plaide pour une baisse de la croissance des bénéfices.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	+1	+1	+4
EUR Bunds 10a	0.11%	-1	-15	-13
EUR Bunds 2s10s	68 bp	-2	-17	-18
USD Treasuries 2a	2.51 %	+3	-10	+3
USD Treasuries 10a	2.66 %	+1	-12	-2
USD Treasuries 2s10s	15 bp	-2	-2	-5
GBP Gilt 10a	1.17 %	-2	-19	-11
JPY JGB 10a	-0.02 %	+1	-4	-3
EUR Spreads Souverains (10a)	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	44 bp	-1	+4	-3
Italie	265 bp	-13	+19	+15
Espagne	112 bp	0	+3	-6
Inflation Points-morts (10a)	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	94 bp	+2	-10	-6
USD TIPS	187 bp	+4	+4	+15
GBP Gilt Indexés	315 bp	-3	+1	-2
EUR Indices Crédit	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	136 bp	-3	-24	-16
EUR Agences OAS	60 bp	-2	-6	+0
EUR Obligations sécurisées OAS	61 bp	-1	-10	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	446 bp	-12	-49	-67
EUR/USD Indices CDS 5a	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	-5	-9	-20
iTraxx Crossover	296 bp	-19	-27	-58
CDX IG	63 bp	-5	-10	-25
CDX High Yield	346 bp	-17	-36	-104
Marchés émergents	18-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	357 bp	-3	-29	-58
Devises	18-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.131	+0.37	-0.44	-1.21
GBP/USD	\$1.293	+0.62	+0.46	+1.45
USD/JPY	¥110.56	-0.1	-0.71	-0.81
Matières Premières	18-févr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$66.5	\$5.0	\$3.9	\$12.5
Or	\$1 326.5	\$19.1	\$44.4	\$44.9
Indices Actions	18-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 776	2.50	3.93	10.72
EuroStoxx 50	3 244	2.48	3.48	8.09
CAC 40	5 168	3.05	5.98	9.23
Nikkei 225	21 282	4.67	2.98	6.33
Shanghai Composite	2 754	3.79	6.10	10.44
VIX - Volatilité implicite	14.91	-5.15	-16.24	-41.35

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. 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.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

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.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

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