

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

8 avril 2019 /// n°12-2019

## Actifs risqués : l'hypothèse d'un krach haussier

### Points clés

- **Tendance favorable sur les actifs risqués**
- **BCE : prudence avant des annonces en juin**
- **L'emploi américain rassure à la fois les marchés de taux et d'actions**
- **L'indépendance de la Fed en questions**
- **Le pétrole poursuit sa hausse**

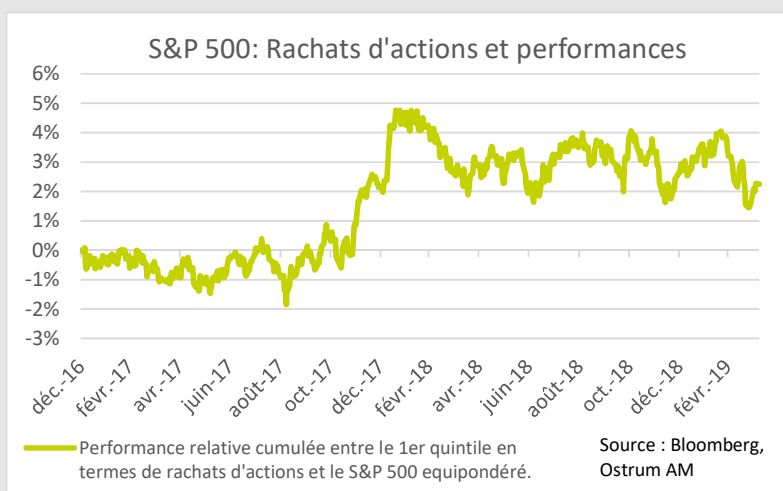
Les marchés d'actifs risqués sont restés bien orientés la semaine passée, sans pour autant provoquer de tensions sur les taux obligataires. Les actions américaines gagnent 2% alors que le T-note terminait l'exercice hebdomadaire autour de 2,50%. Le rapport mensuel sur l'emploi contente à la fois les marchés de taux et les actions. La volatilité reste faible. L'optimisme affiché par les négociateurs chinois et américains propulse Shanghai vers de nouveaux sommets en 2019 (+30%).

En Europe, le Bund sans tendance à 0% permet un resserrement des spreads souverains et de crédit.

L'Italie 10 ans s'échange sous 250pb, le spread de l'Espagne se réduit sous 110pb. Le high yield (-24pb) et les financières subordonnées mènent la danse.

Le pétrole progresse (70\$ sur le Brent) à mesure que les positions spéculatives vendeuses sont rachetées. Les emprunts indexés n'intègrent que partiellement la hausse du brut. Les points morts d'inflation sont stables, voire en légère baisse en Europe. La dette externe émergente profite de la recherche de rendement. Le spread se réduit à 340pb contre Treasuries.

### Le graphique de la semaine



La réforme fiscale de Trump a provoqué des rapatriements de trésorerie alimentant les plans de rachats d'actions.

L'anticipation de la mesure avait entraîné une surperformance de 470pb des actions les plus rachetées (premier quintile) par rapport à l'indice S&P 500 équipondéré entre novembre 2017 et janvier 2018.

L'effet relatif s'est pourtant estompé en 2018 malgré la poursuite des rachats au niveau record de 225mds \$ (au 11/19).



## L'emploi efface les craintes de récession

Le rapport mensuel sur l'emploi semble contenter à la fois les marchés de taux et d'actions. Les 196k créations d'emplois en mars effacent la faiblesse climatique entrevue en février (+33k). La moyenne sur 3 mois se situe à 180k, ce qui reste plus que suffisant pour absorber l'augmentation de la population active (proche de 130k). Les heures travaillées ont progressé d'1,8% en rythme annuel. Le taux de chômage à 3,8% demeure sous son niveau incompressible à long terme. Le nombre d'emplois vacants sont très au-dessus des flux d'embauches. Si la modération des salaires est douteuse au regard des enquêtes auprès des entreprises, la statistique des salaires horaires moyens (+3,2%a) entretient l'idée d'une fin de cycle non-inflationniste. Cela étant, le rebond du brut effacera bientôt la faiblesse temporaire de l'inflation. La consommation durable semble se redresser en mars après une période de faiblesse entre décembre et février. Les craintes de ralentissement brutal de l'économie s'estompent. La décélération du PIB attendue au premier trimestre s'avèrera modeste (2%ta).

Dans ce contexte, le virage à 180 degrés de la Fed soulève de nouvelles questions. Les minutes du FOMC de mars nous renseigneront peut-être sur les motivations de banquiers centraux. L'indépendance de la Réserve Fédérale est réellement mise en cause. L'arrêt précoce des hausses de taux et la reprise des achats de Treasuries dès le mois d'octobre, via le réinvestissement des MBS, financeront à bas coût près d'un quart du déficit fédéral. Par ailleurs, la Maison Blanche entend nommer au poste de gouverneur Herman Cain ou Stephen Moore, deux personnages controversés dont les qualifications sont mises en doute. Mais le biais accommodant de la Fed devrait se renforcer. Une redéfinition de la cible d'inflation est évoquée afin de prendre en compte la faiblesse passée des hausses de prix.

Ceci nous conduit à maintenir un biais acheteur de Treasuries malgré un niveau de portage peu attrayant (inférieur au LIBOR). La tendance à la pentification du segment de courbe 10-30 ans se poursuivra compte tenu de la dynamique budgétaire et de la posture de la Fed. Cette stratégie est à portage positif. Les emprunts indexés manquent d'un catalyseur mais la hausse du pétrole (WTI à 63\$) invalide les anticipations d'une faiblesse persistante des indices de prix. L'inflation de mars devrait marquer un rebond vers 1,8%a. Les points morts à 10 ans s'échangent vers 190bp. Par ailleurs, la dette émergente en dollars bénéficie du soutien de la Fed. Les allocataires tendent à se réexposer à la classe d'actifs la hausse des Fed Funds étant écartée. Le spread se détend de 11pb à 340pb contre Treasuries.

## Prudence à la BCE

En zone euro, la BCE répètera son message de prudence alors que le cycle manufacturier se dégrade.

Les commandes allemandes en berne (-8%a) indiquent que le choc externe s'est transmis à la demande d'investissement interne. L'inflation a aussi diminué. L'inflation sous-jacente retombe à 0,8%a. La réunion de mercredi permettra peut-être d'évoquer la réforme de la facilité de dépôt. En revanche, le calibrage des prochains TLTRO-III sera communiqué en juin. La neutralité en sensibilité prévaut sur le Bund (0%). Un retour à la valeur d'équilibre de 0,28% est improbable à court terme. Sans tendance sur le Bund, les intervenants sont incités à s'exposer aux dettes périphériques. L'ensemble des spreads souverains diminue. Le Portugal et l'Espagne surperforment alors que la révision de la trajectoire budgétaire en Italie engendre une défiance relative.

Les marchés du crédit continuent d'attirer les flux d'allocation en raison des rendements souverains sans relief. Le spread contre Bund se rétrécit régulièrement sous 120pb contre l'emprunt allemand. La structure des spreads par échelle de notation se comprime sous l'effet de la recherche de rendement. Sur le plan sectoriel, les bancaires intègrent un scénario favorable sur la rémunération des réserves. Le high yield s'échange à des spreads réduits.

## Le S&P proche de ses sommets

Les marchés d'actions aux Etats-Unis, et plus encore en Chine, sont portés par l'espoir d'une issue favorable aux négociations commerciales en cours. Le S&P cote à moins de 2% de ses sommets historiques. Les sociétés les plus exposées aux marchés étrangers ont effacé la sous-performance provoquée l'an dernier par les velléités protectionnistes de Trump. Les valorisations se renchérissent d'autant que la saison des résultats s'annonce difficile. Les bénéfices par actions devraient s'afficher en baisse de 3% sur un an. L'effet relatif des rachats d'actions est insuffisant pour compenser la décélération de l'activité et la hausse des coûts. Les BPA anticipés s'ajustent à la baisse dans tous les secteurs à l'exception des matériaux de base. Cela étant, beaucoup d'investisseurs finaux sont restés en dehors du marché comme en témoigne l'étroitesse des volumes d'échange. Le risque baissier est probablement limité.

En Europe, la surperformance des valeurs défensives s'estompe même si le ralentissement reste perceptible dans la plupart des enquêtes. Il manque un catalyseur pour un rebond durable des cycliques. Cela vaut aussi pour les actions européennes dans leur ensemble, voire pour le taux de change de l'euro probablement sous-évalué à 1,12\$. Le redressement des flux (y compris américains) vers les ETFs européens constitue un premier signal favorable. Les bénéfices par actions se dégradent à l'exception des foncières qui bénéficient de l'environnement de taux bas. L'énergie et la croissance (dont la santé et d'autres défensives) sont néanmoins épargnées par les révisions baissières.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+2	-5	+3
EUR Bunds 10a	0.01%	+3	-6	-24
EUR Bunds 2s10s	59 bp	+1	-2	-27
USD Treasuries 2a	2.36 %	+3	-10	-13
USD Treasuries 10a	2.52 %	+2	-11	-17
USD Treasuries 2s10s	16 bp	-1	-1	-4
GBP Gilt 10a	1.12 %	+7	-7	-16
JPY JGB 10a	-0.05 %	+3	-1	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	36 bp	-4	+2	-11
Italie	248 bp	-5	+4	-2
Es pagne	108 bp	-9	+10	-9
Inflation Points-m orts (10a)	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	191 bp	+0	+1	+20
GBP Gilt Indexés	328 bp	+8	+14	+11
EUR Indices Crédit	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	119 bp	-4	-8	-33
EUR Agences OAS	54 bp	-1	-2	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	52 bp	-2	-4	-11
EUR High Yield Pan-européen OAS	377 bp	-24	-17	-136
EUR/USD Indices CDS 5a	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	62 bp	-1	-3	-27
iTraxx Crossover	259 bp	-1	-31	-95
CDX IG	60 bp	-2	-4	-28
CDX High Yield	339 bp	-2	-29	-111
Marchés émergents	8-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	340 bp	-11	-6	-75
Devises	8-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.127	+0.61	+0.2	-1.63
GBP/USD	\$1.307	-0.08	-0.6	+2.51
USD/JPY	¥111.49	-0.13	-0.24	-1.64
Matières Premières	8-avr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$71.0	\$2.0	\$5.4	\$16.5
Or	\$1 297.6	\$7.9	\$6.5	\$16.0
Indices Actions	8-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 888	0.71	5.27	15.19
EuroStoxx 50	3 438	1.56	4.70	14.55
CAC 40	5 472	1.23	4.60	15.67
Nikkei 225	21 762	1.17	3.50	8.73
Shanghai Composite	3 245	4.98	9.26	30.11
VIX - Volatilité implicite	13.40	0.00	-16.51	-47.29

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.



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](http://www.ostrum.com)