

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

6 mai 2019 /// n°15-2019

Trump ravive la menace protectionniste

Points clés

- Les tweets de Donald Trump déclenchent des ventes d'actions
- Powell juge transitoire la diminution de l'inflation
- La Fed réduit un de ses taux directeurs
- Valorisations tendues sur la dette émergente et le high yield synthétique

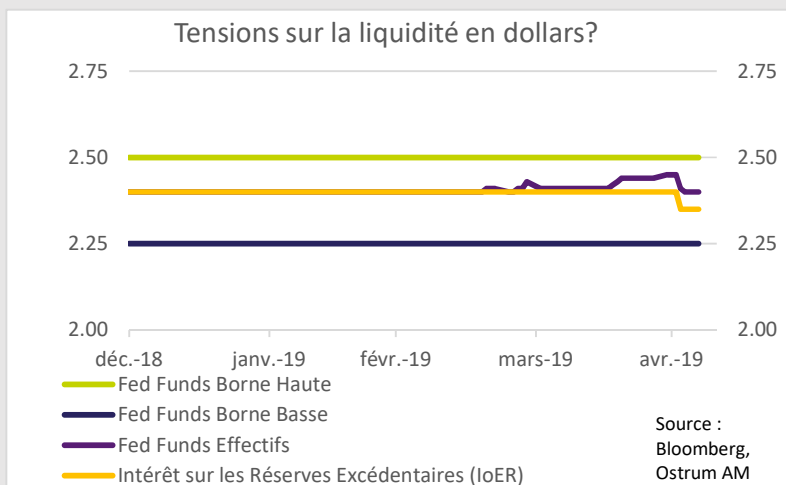
Les nouvelles menaces de Donald Trump envers la Chine ont fait réagir les marchés asiatiques et européens. Shanghai perd 5,5% lundi, l'Europe enregistre un repli de 2% environ à l'ouverture. Le Président américain envisage de durcir la politique protectionniste mettant en péril les discussions actuelles. Cela engendre naturellement des prises de profit sur des marchés affichant des performances à deux chiffres en 2019. Les taux en profitent à peine. Le T-note oscille autour de 2,50% malgré les bons chiffres d'emploi en avril. Le Bund cote autour de 0%. Les emprunts souverains restent bien orientés. Le spread espagnol à 10 ans s'échange sous 100pb. A l'inverse, le rendement du

Gilt en hausse de 8pb sur la semaine semble intégrer un accord sur le Brexit entre May et Corbyn.

Les spreads de crédit IG diminuent vers 107pb contre Bund. Le high yield, et plus encore, les indices synthétiques, restent chèrement valorisés. La dette émergente subit quelques prises de profit. Les spreads des pays les mieux notés sont tendus alors que, sur le segment du high yield, les marchés argentin et vénézuélien décrochent.

Le dollar demeure globalement fort malgré la stabilisation de l'euro vers 1,12\$. Sans surprise, le Renminbi s'ajuste à la baisse après les tweets de Donald Trump.

Le graphique de la semaine



Le 1^{er} mai, la Fed a réduit de 5pb le taux de d'intérêt des réserves excédentaires. L'IoER se situe désormais 15pb sous la borne haute des Fed Funds.

Ce taux devrait constituer un plafond pour les Fed Funds car les banques peuvent arbitrer entre prêter à d'autres banques ou à la Fed à 2,35%.

Or le taux effectif des Fed Funds a percé ce plafond au cours des dernières semaines. Cela traduit un besoin de liquidités additionnel des banques ou possiblement d'acteurs non-bancaires auxquels les banques prêtent.



La Fed réduit l'loER

La Fed a réduit l'un de ses taux directeurs la semaine passée. La fourchette des Fed Funds (2,25-2,50%) restera probablement inchangée durant toute l'année 2019 même si des voix s'élèvent au sein du FOMC (Bullard, Evans, Williams) pour réclamer une baisse en cas de ralentissement de l'activité. Toutefois, Jerome Powell a qualifié de transitoire la baisse récente de l'inflation. Ce commentaire a engendré quelques ajustements de prix sans remettre en cause le biais accommodant intégré par les marchés monétaires. Jerome Powell a relevé que certains prix (des services financiers notamment) avaient eu une influence disproportionnée sur le déflateur de la consommation privée. De fait, la moyenne tronquée de l'inflation publiée par la Fed de Dallas ressort à 2% en termes annualisés sur les 6 et 12 derniers mois. La faiblesse apparente de l'inflation ne reflète évidemment pas une dérive généralisée des prix. La croissance plus forte qu'attendu au premier trimestre (3,2%ta) ne montre pas de signe d'inflexion en avril. Le marché du travail reste bien orienté après 236k créations d'emplois privés le mois dernier. Le taux de chômage poursuit sa baisse vers un nouveau point bas à 3,6% de la population active. Le contexte macroéconomique justifierait sans doute des taux plus élevés. La baisse de l'loER à 2,35% (appliqué aux réserves excédentaires des banques) répond aux tensions ayant porté les taux monétaires au plafond de 2,50%. Pour des raisons d'arbitrage, l'loER « devrait » constituer un plafond pour les Fed Funds taux effectifs mais ce n'est plus le cas depuis quelques semaines. La source de demande de financement en dollars peut être interne (besoins de liquidité des prêteurs non bancaires ?) ou externe comme le suggère la hausse du dollar sur le marché des changes. Cela étant, la marge des swaps de devises reste réduite sur la plupart des échéances.

Treasuries : maintenir un biais long

Concernant le marché de taux, le 10 ans américain a testé le niveau de 2,46% après le FOMC du 1^{er} mai et les tweets de Donald Trump pourraient bien ramener le 10 ans sur ces niveaux techniques importants. Les bonnes nouvelles sur la croissance ne sont pas de nature à modifier la trajectoire des taux de la Fed. Certes, les valorisations peu attrayantes (équilibre à 3,04%), le fort consensus haussier et le portage négatif limitent le potentiel haussier mais la balance des risques milite pour une surexposition en sensibilité. La partie longue (10-30a) devrait continuer à se pentifier. Malgré le biais accommodant de la Fed, les TIPS restent boudés par les investisseurs. Le prix du pétrole, soutenu par le contexte de tensions internationales et l'accumulation de positions spéculatives, s'est replié après la publication des réserves stratégiques américaines. Cela s'ajoute au risque de fuite vers la qualité qui tend à comprimer les points morts d'inflation (188pb à 10 ans).

La menace protectionniste ravive la volatilité sur les actions d'autant que les positions spéculatives vendeuses de contrats VIX atteignent un niveau sans précédent. L'indice de volatilité remonte vers 18%. Des prises de profit sont probables à court terme sur les actions, ce qui renforce notre conviction acheteuse de Treasuries. Les publications trimestrielles montrent un ralentissement du chiffre d'affaires agrégé et une profitabilité stable par rapport au 4t18. Les rachats d'actions (supérieurs à 200mds \$ au 1t19) restent la principale source de demande d'actions aux Etats-Unis en absence de volumes et de flux finaux significatifs.

En zone euro, les signaux conjoncturels semblent se stabiliser dans la sphère manufacturière mais à un niveau bas. La bonne surprise sur la croissance du premier trimestre est donc à relativiser. Le Bund ne devrait pas décoller de 0%. A l'inverse, les spreads souverains conservent un attrait relatif. Les Bonos espagnols ont ignoré le risque électoral et s'échangent sous 100pb contre Bund (10 ans). La dette du Portugal bénéficie aussi de la recherche de rendement. L'Italie reste en proie aux difficultés inhérentes à une coalition fragile. La croissance en rebond de 0,2%t entre janvier et mars apparaît comme un répit de courte durée. Les spreads italiens à long terme semblent vulnérables malgré le soutien apporté par la BCE via les prochains TLTROs. Quant au marché britannique, le Gilt (1,22%) semble intégrer un accord politique permettant une issue avant la tenue redoutée des élections européennes. Mark Carney jugeait par ailleurs que les marchés de taux n'intégraient pas suffisamment le risque de hausses du repo. Cela étant, le statu quo a été maintenu la semaine dernière à l'unanimité.

Le crédit continue de surperformer la dette allemande. Le spread moyen sur l'IG ressort à 107pb. Les flux entrants sur la classe d'actifs décélèrent cependant depuis quelques semaines. Les financières perdent un peu de terrain après une période de surperformance prolongée. Les valorisations élevées laissent aussi peu de marge de progression aux segments du high yield, en particulier sur le marché des CDS. L'iTraxx XO à 5 ans cote en effet au plus serré depuis 2 ans autour de 250pb. Les actions européennes plongent après l'offensive de Donald Trump. Les résultats publiés jusqu'ici marquent un repli de 5% au 1t19. Le secteur de la santé accuse un retard de performance significatif en 2019 (+9% vs. 17% sur l'Euro Stoxx) mais les publications rassurantes et les flux soutenant la thématique croissance/défensive devraient inverser cette tendance.

La dette émergente en dollars notée investment grade s'échange à des spreads réduits. Le Brésil BB- cote à 261pb à 10 ans, soit des niveaux comparables à ceux de l'Italie (BBB). Le dollar fort et les valorisations tendues motivent des sorties de capitaux, d'autant que le segment high yield se détériore avec l'intensification des crises argentine, turque et vénézuélienne.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.59 %	-1	-2	+2
EUR Bunds 10a	0.01%	+1	+0	-23
EUR Bunds 2s10s	60 bp	+2	+3	-25
USD Treasuries 2a	2.3 %	+1	-4	-19
USD Treasuries 10a	2.49 %	-4	-1	-20
USD Treasuries 2s10s	19 bp	-4	+3	-1
GBP Gilt 10a	1.22 %	+8	+12	-6
JPY JGB 10a	-0.04 %	+0	-1	-4
EUR Spreads Souverains (10a)	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	35 bp	-1	-1	-12
Italie	257 bp	-2	+9	+7
Es pagne	97 bp	-4	-13	-20
Inflation Points-m orts (10a)	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	190 bp	-6	-1	+18
GBP Gilt Indexés	331 bp	+3	+9	+14
EUR Indices Crédit	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	107 bp	-2	-12	-45
EUR Agences OAS	51 bp	-2	-4	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	-1	-3	-14
EUR High Yield Pan-européen OAS	367 bp	-8	-12	-146
EUR/USD Indices CDS 5a	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	58 bp	+1	-3	-30
iTraxx Crossover	252 bp	+4	-7	-102
CDX IG	59 bp	+2	-1	-29
CDX High Yield	330 bp	+6	-9	-120
Marchés émergents	6-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	340 bp	-7	0	-75
Devises	6-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.119	+0.12	-0.65	-2.25
GBP/USD	\$1.309	+1.21	+0.23	+2.69
USD/JPY	¥110.89	+0.82	+0.51	-1.11
Matières Premières	6-mai-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$70.8	-\$0.7	\$0.9	\$16.1
Or	\$1 279.8	\$0.8	-\$18.1	-\$1.8
Indices Actions	6-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 920	-0.78	0.94	16.48
EuroStoxx 50	3 457	-1.27	0.29	15.19
CAC 40	5 475	-1.69	-0.02	15.74
Nikkei 225	22 259	0.26	4.97	11.21
Shanghai Composite	2 906	-9.22	-8.32	16.54
VIX - Volatilité implicite	16.12	22.96	25.74	-36.59

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