

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

13 mai 2019 /// n°16-2019

Guerre commerciale et réduction des risques

Points clés

- **La réaction chinoise attendue accentue la chute des actions**
- **Prudence à court terme : maintien d'un biais acheteur de taux**
- **Les indices de CDS corrigent avec retard sur le marché des actions**
- **Le BTP italien à 10 ans autour de 275pb**

Les négociations commerciales sont au point mort entre la Chine et les Etats-Unis. Le relèvement des tarifs douaniers américains provoque une chute des marchés d'actifs risqués et un regain de volatilité.

Les marchés d'actions occidentaux perdent 2 à 3% sur la semaine. En parallèle, l'ajustement du Renminbi proche de 6,90 pour un dollar soutient Shanghai. L'ensemble des devises asiatiques perd du terrain contre le billet vert. Le repli vers le yen (sous 110) accentue la baisse des actions nippones (-4,8%).

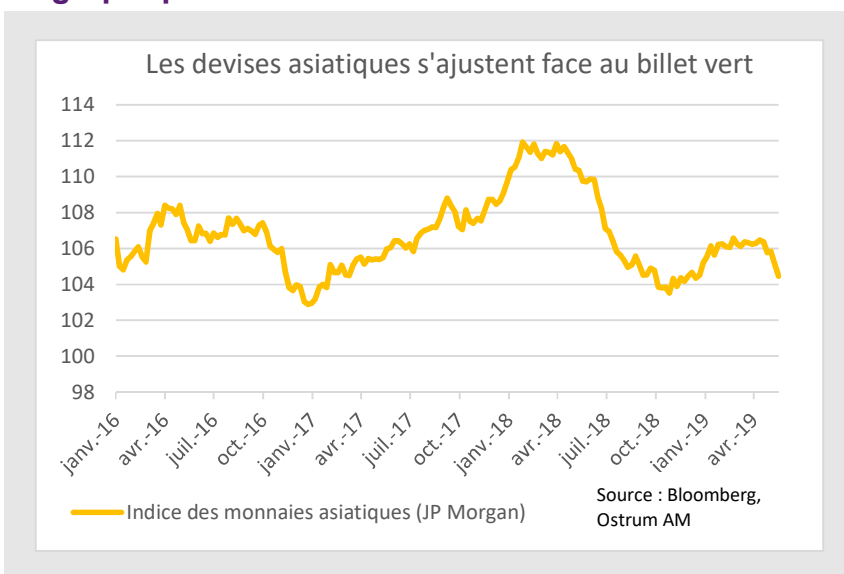
Le T-note (2,39%) et le Bund profitent de la correction boursière. Les spreads souverains

s'élargissent en zone euro. La situation politique délicate en Italie renforce ce mouvement de défiance. Cela se traduit par une hausse du spread à 10 ans vers 277pb.

Le crédit européen subit des prises de profit. Les spreads IG ressortent en hausse de 9pb. Le marché du crédit synthétique rattrape la chute des actions. L'iTraxx Crossover s'échange au-dessus de 280pb.

Les spreads émergents cotent au-dessus de 350pb en moyenne, sous l'effet de tensions renouvelées en Turquie et en Amérique du Sud.

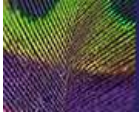
Le graphique de la semaine



Le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine s'enlise. La remise en place de tarifs douaniers sur les importations de biens chinois engendrent un réalignement des parités de change.

La stratégie chinoise de relance interne contribue à une dépréciation du yuan face au dollar, qui se répercute sur la plupart des devises de la région, très intégrée sur le plan commercial.

Le won coréen baisse ainsi de 4,5% sur un mois, soit le double de l'ajustement du Renminbi.



La guerre commerciale provoque une réduction des risques

Les discussions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis sont dans l'impasse après l'échec de la réunion de Washington la semaine passée. Donald Trump a demandé à son administration de relever les droits de douane sur 200mds \$ d'importations en provenance de Chine à hauteur de 25%. Parmi les produits concernés figurent des produits chimiques, des matériaux de construction, du mobilier et des produits électroniques grand public. Cette mesure pourrait être étendue aux importations restantes totalisant 325mds \$. La Chine prendra rapidement des mesures de rétorsion avant une éventuelle rencontre entre Xi Jinping et Donald Trump en marge du G20 de Tokyo fin juin. Une hausse des tarifs chinois portant sur 60mds \$ de biens américains sera mise en œuvre dès le 1^{er} juin.

L'ère de Donald Trump provoque des réallocations de portefeuilles défavorables aux actifs risqués. L'activité du marché des ETFs révèle ainsi des flux vendeurs de crédit investment grade en zone euro, des sorties de fonds sur la dette émergente en monnaie dure et en devises locales et un retour sur les créances hypothécaires (MBS) et les obligations municipales aux Etats-Unis. Les valeurs refuge habituelles comme le yen japonais ou le T-note sont naturellement recherchées. Ces deux éléments ont sans doute accentué la chute du Nikkei. L'indice japonais (-4,8%) sous-performe les marchés asiatiques continentaux. En revanche, l'or libellé en dollars progresse à peine. La faiblesse des actions fait tache d'huile sur le crédit européen, le marché du high yield, les emprunts souverains de la zone euro ou encore les dettes émergentes. Les indices de crédit synthétique (iTraxx, CDX) se sont nettement élargis malgré l'absence de réaction initiale au saut de la volatilité implicite sur les actions. L'indice VIX se stabilise autour de 20%, ce qui reste bien en dessous des niveaux de crise boursière.

Les marchés d'actions plus liquides et sensibles aux inquiétudes sur la conjoncture mondiale ont naturellement réagi davantage que les autres marchés financiers. Les secteurs impactés par les restrictions à la liberté du commerce accusent le coup. Aux Etats-Unis, les secteurs des semi-conducteurs et le hardware perdent respectivement 5,3% et 4,2% sur la semaine sous-performant nettement l'indice global S&P 500. En Europe, les valeurs cycliques se replient également. L'automobile décroche de 5% alors que Donald Trump doit statuer sur de nouvelles mesures protectionnistes envers l'industrie européenne avant le 18 mai prochain. Le rapport du Trésor daté du 17 février avait en effet classé l'automobile européenne comme une menace pour la sécurité intérieure américaine. Par ailleurs, les banques de la zone euro plongent de 5,5% parallèlement au mouvement de fuite vers la qualité

ramenant le rendement du Bund en territoire négatif (-0,07%). Les publications bancaires en Italie attisent également les inquiétudes des intervenants.

Prudence à court terme

La configuration actuelle des marchés financiers demeure favorable au Bund et au T-note. Malgré des valorisations incompatibles avec les fondamentaux économiques américains, l'analyse technique suggère un biais de sur-sensibilité sur le T-note. Le consensus haussier et le portage négatif des Treasuries limitent peut-être le potentiel de gain mais le risque de correction des marchés de taux apparaît faible à court terme. L'inflation stable à 2%a (IPC) en avril valide le statu quo prolongé sur le Fed Funds annoncé par Jerome Powell. La demande de 10 ans implique aussi la poursuite de la pentification du spread 10-30 ans (44pb). Les TIPS restent boudés par les investisseurs, la recherche de sécurité étant favorable à une diminution des breakevens. Le risque réduit de remontée des taux tient aussi au positionnement acheteur d'actions des gestions. Les positions risquées n'ont pas encore été liquidées, ce qui nous incite à rester prudents sur les marchés d'actions.

Le Bund suivra d'autant que les spreads souverains s'élargissent. Une position acheteuse de Bund reste appropriée ainsi qu'un biais à l'aplatissement du segment de courbe 2-10 ans. La Commission Européenne a de nouveau pointé du doigt l'Italie dont le déficit budgétaire pourrait atteindre 3,5% du PIB l'an prochain dégradant ainsi le ratio de dette publique à 135%. Le BTP à 10 ans s'échange à un spread proche de 280pb contre l'emprunt allemand de référence. L'émission d'1,5md € de BTP 30 ans cette semaine fera figure de test de l'appétit des investisseurs pour la dette italienne à long terme. Le risque d'une dérive permanente de la dette entretient la pentification de la courbe de spreads italiens. En revanche, les spreads espagnols (106pb) et portugais (123pb) se sont moins élargis cette semaine.

Les marchés du crédit respirent. Le spread moyen sur l'IG en zone euro ressort à 107pb. Les indices synthétiques ont réagi plus fortement après un moment d'hésitation face à la chute des actions. Les valorisations tendues justifient pleinement un retour vers 280pb sur l'iTraxx Crossover. Cela étant, certains indicateurs techniques (skew) suggèrent une sur-réaction des indices.

Enfin, la Reserve Bank of New Zealand a réduit son taux de 25pb. Ce mouvement intervient plus tôt que prévu et préfigure sans doute une baisse équivalente en Australie où le risque immobilier apparaît très important. A l'inverse, la Banque de Norvège devrait relever son taux. La NOK s'apprécie aux dépens de la couronne suédoise qui s'approche de ses plus bas historiques contre l'euro (au-delà de de 10,80).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.63 %	-3	-7	-2
EUR Bunds 10a	-0.07%	-8	-13	-31
EUR Bunds 2s10s	56 bp	-4	-6	-30
USD Treasuries 2a	2.18 %	-11	-21	-31
USD Treasuries 10a	2.39 %	-8	-17	-29
USD Treasuries 2s10s	21 bp	+4	+4	+2
GBP Gilt 10a	1.1 %	-12	-11	-18
JPY JGB 10a	-0.05 %	-1	+1	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	40 bp	+5	+6	-7
Italie	277 bp	+20	+28	+27
Espagne	106 bp	+8	+7	-11
Inflation Points-morts (10a)	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	186 bp	-5	-11	+14
GBP Gilt Indexés	329 bp	-2	-5	+12
EUR Indices Crédit	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	116 bp	+9	-2	-36
EUR Agences OAS	54 bp	+3	+1	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	+2	+1	-12
EUR High Yield Pan-européen OAS	402 bp	+35	+21	-111
EUR/USD Indices CDS 5a	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	+9	+10	-21
iTraxx Crossover	289 bp	+36	+41	-65
CDX IG	65 bp	+5	+8	-23
CDX High Yield	357 bp	+25	+30	-94
Marchés émergents	13-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	352 bp	+12	+9	-63
Devises	13-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.124	+0.29	-0.64	-1.89
GBP/USD	\$1.295	-1.11	-1.17	+1.63
USD/JPY	¥109.13	+1.54	+2.6	+0.49
Matières Premières	13-mai-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$70.2	-\$1.0	-\$0.8	\$15.5
Or	\$1 300.1	\$18.3	\$10.5	\$18.5
Indices Actions	13-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 815	-4.00	-3.18	12.29
EuroStoxx 50	3 321	-4.11	-3.68	10.64
CAC 40	5 263	-4.03	-4.36	11.24
Nikkei 225	21 191	-4.80	-3.11	5.88
Shanghai Composite	2 904	-0.09	-8.94	16.43
VIX - Volatilité implicite	20.27	31.28	68.78	-20.26

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