

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

9 juillet 2018 /// n°13-2018

## Reprise de risque temporaire sur les marchés

### Points clés

- Les publications économiques font oublier le protectionnisme
- Les taux restent bas, au bénéfice des actifs risqués
- Rebond des actions, du high yield ou des subordonnées bancaires
- Les émergents respirent avec le repli du dollar
- Fort rebond du peso mexicain, les spreads se rétrécissent

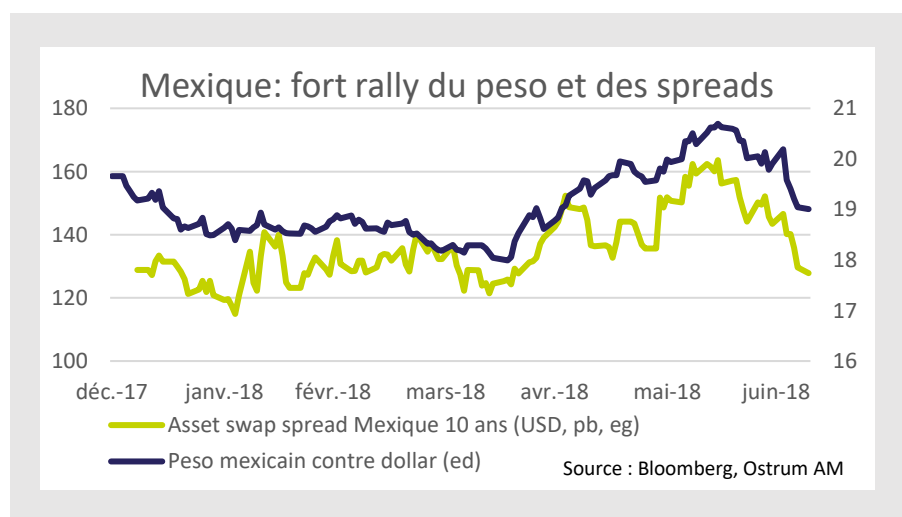
La semaine du 4 juillet a été propice à des réajustements de portefeuille favorables aux actifs risqués, mais sans préjudices au marché de taux. Le consensus pessimiste attisé par la guerre commerciale semble s'être dissipé à la faveur d'indicateurs économiques bien orientés.

Les bourses occidentales affichent des hausses solides sur la semaine écoulée. La chute des bourses émergentes s'est atténuée. Shanghai reprend 2,5% ce lundi après avoir perdu plus de 20% depuis son sommet de 2018. Les spreads sur le *high yield* se sont réduits. Le crédit euro surperforme modestement (-1pb). En revanche, les taux sans risque ont peu bougé. Le T-note s'échange vers

2,85% alors que le Bund paraît aimanté par le niveau de 0,30%. Le spread italien à 10 ans s'échange toujours autour de 240pb. Les emprunts indexés ne semblent intégrer aucun risque inflationniste. Enfin, la démission de David Davis, ministre britannique en charge du Brexit, aura eu un effet limité sur le Gilt ou le sterling.

Le repli du dollar (1,17\$ pour un euro) s'avère bénéfique à l'ensemble des marchés financiers dans le monde émergent. Le rebond spectaculaire du peso mexicain accompagne un resserrement généralisé sur les spreads souverains émergents. Le réal demeure néanmoins fragile et toujours proche des niveaux d'intervention de la BCB.

### Le graphique de la semaine



Le Président élu mexicain Obrador ('AMLO') a su rassurer les milieux d'affaires dès ses premières communications, tant au sujet des perspectives budgétaires que des négociations commerciales en Amérique du Nord.

Le peso a regagné 5,7% contre le dollar depuis l'élection du 1<sup>er</sup> juillet.

Le spread mexicain à 10 ans exprimé contre swap (128pb) a effacé l'essentiel de l'élargissement de juin.

## Les publications économiques portent les actifs risqués

Le rebond des actions et, plus généralement, des actifs risqués se justifie en partie par les publications économiques mieux orientées la semaine passée. La croissance américaine s'affichera autour de 4%ta au deuxième trimestre. Le commerce extérieur et la demande des ménages contribuent fortement à la réaccélération du PIB après un ralentissement passager au 1T (+2%ta). Le déficit mensuel de la balance des biens s'est rétréci à moins de 65mds \$ contre 78mds \$ au cours de l'hiver. Du côté de l'emploi, le secteur privé a créé 202k nouveaux emplois en juin. Le taux de chômage remonte à 4% principalement en raison de la hausse (vertueuse) de la participation au marché du travail. Les enquêtes manufacturières et du secteur des services dénotent un niveau d'activité élevé. Les perspectives de commandes et de nouvelles affaires sont favorables, y compris à l'exportation. La hausse du dollar semble ainsi sans incidence sur l'activité. Toutefois, les délais de livraison s'allongent dans de nombreux secteurs. Les coûts des matières premières amplifiés par les récentes mesures protectionnistes constituent une source d'inquiétude. En zone euro, la hausse des prix atteint 2%a en juin. Les indicateurs conjoncturels en baisse depuis le début de l'année montrent des signes de stabilisations bienvenus. La croissance n'est sans doute plus aussi élevée qu'au second semestre de 2017 mais on entrevoit des signaux de rebond dans les commandes industrielles en Allemagne notamment.

Le contexte économique plus porteur n'a pas engendré de dégagements sur les marchés obligataires. Le Bund à 10 ans se traite juste au-dessus de 0,30%, des niveaux légèrement inférieurs à la valeur d'équilibre issue de nos modèles (0,38%). Le positionnement en sensibilité de la plupart des investisseurs finaux européens ou étrangers semble proche de la neutralité. L'aplatissement de la courbe des taux (30 ans à 1%) se trouve encouragé par les rumeurs d'allongement de la maturité moyenne des avoirs de la BCE. Malgré l'ambiguïté des propos de Benoit Cœuré, la Banque Centrale aura toute flexibilité pour piloter le réemploi des tombées de son portefeuille et faire face aux tensions liées à l'Italie ou à la politique de la Fed. En somme, l'aplatissement est cohérent avec la réduction de l'aversion pour le risque. Il convient de maintenir la neutralité sur les taux en zone euro.

La situation américaine est semblable. L'absence de réaction des taux s'oppose à la reprise de risque. Les positions vendeuses se sont réduites en amont de la coupure du 4 juillet. La demande de duration reste très forte parmi les investisseurs institutionnels. Le rendement à 30 ans est logiquement repassé sous 3%, et le spread 10-30a tutoie 10pb. Nous ne voyons pas de catalyseur susceptible de ramener rapidement le T-

note vers 3% avant un éventuel test du sommet de 3,12%. La neutralité directionnelle semble s'imposer. La Fed s'est donnée du temps en insistant sur le caractère symétrique de son objectif d'inflation. La trajectoire des taux est lisible ce qui pèse sur la prime de risque des obligations longues. Les emprunts indexés restent inertes face à la hausse de l'inflation, anticipant sans doute une décélération des prix au second semestre. La repentification de la courbe américaine requerrait un changement de politique monétaire improbable en 2018.

## Regain d'appétit pour le risque

Les marchés d'actions ont effacé une partie de leurs pertes enregistrées sur le mois écoulé. Le S&P 500 s'adjuge 1,5% grâce aux secteurs de croissance dont la technologie, la santé et aux services publics. Les comptes institutionnels reprennent du risque après avoir réduit de moitié leurs positions acheteuses entre fin janvier et mi-juin. La volatilité implicite a replongé vers 13%, ce qui dénote un faible niveau d'aversion pour le risque. En Europe, les indices progressent de 2% sur une semaine. L'automobile rebondit de 3% alors que l'ambassadeur américain en Allemagne promet 0% de droits de douane pour ce secteur. Les télécoms et les services publics se distinguent également parmi les secteurs défensifs, en partie en raison de leur sensibilité aux taux.

Concernant le marché du crédit, les spreads se sont resserrés de 1pb en cinq séances. La prime moyenne s'élève à 121pb contre Bund mais les investisseurs hésitent à revenir sur la classe d'actifs. Les ETFs de crédit affichent de nouveau une décollecte. La surperformance des dettes subordonnées bancaires et assurantielles indique qu'il s'agit d'un mouvement de beta inverse des semaines précédentes. Sur le plan sectoriel, l'énergie et l'automobile font mieux que l'indice. Le high yield profite en revanche de la reprise de risque généralisée. Les flux finaux nets, quoique toujours majoritairement vendeurs, sont devenus moins défavorables. Le spread moyen de la classe d'actifs est retombé sous la barre de 400pb contre Bund.

## La dette émergente se resserre

Les spreads émergents diminuent (-16pb à 353pb), aidés en cela par le repli du dollar. La Colombie s'est resserrée de 30pb depuis les élections. La Russie profite du pétrole cher (78\$ sur le Brent). Au Mexique, le Président élu a immédiatement cherché à rassurer la communauté financière au sujet du budget et des négociations commerciales. Le peso a bondi vers 19 contre un dollar et les spreads ont fortement diminué. Les allocataires semblent revenir sur les dettes souveraines en dollars. La situation reste moins favorable sur la dette en devises locales.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.65 %	+3	+0	-2
EUR Bunds 10a	0.30%	0	-15	-13
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>95 bp</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>
USD Treasuries 2a	2.56 %	+1	+6	+67
USD Treasuries 10a	2.85 %	-2	-10	+44
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>29 bp</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-23</b>
GBP Gilt 10a	1.25 %	0	-14	+6
JPY JGB 10a	0.04 %	+2	-1	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	34 bp	-1	-3	-2
Italie	237 bp	+2	-32	+78
Espagne	99 bp	0	-3	-15
Inflation Points-morts (10a)	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	149 bp	+2	+3	+6
USD TIPS	214 bp	0	+1	+15
GBP Gilt Indexés	303 bp	-3	-5	-3
EUR Indices Crédit	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	121 bp	-1	+8	+35
EUR Agences OAS	51 bp	+1	+1	+13
EUR Obligations sécurisées OAS	55 bp	+1	+2	+15
EUR High Yield Pan-européen OAS	388 bp	-12	+31	+94
EUR/USD Indices CDS 5a	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	-7	-4	+23
iTraxx Crossover	303 bp	-23	+3	+71
CDX IG	64 bp	-3	0	+15
CDX High Yield	345 bp	-18	+2	+37
Marchés émergents	9-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	353 bp	-16	+16	+68
Devises	9-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.175	+1.27	-0.35	-2.15
GBP/USD	\$1.322	+0.75	-1.17	-2.15
USD/JPY	¥110.76	+0.07	-0.68	+1.74
Matières Premières	9-juil.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$77.9	\$0.6	\$1.7	\$13.1
Or	\$1 260.4	\$18.4	-\$39.9	-\$42.4
Indices Actions	9-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 782	2.32	0.09	4.04
EuroStoxx 50	3 460	2.62	0.38	-1.24
CAC 40	5 398	2.30	-0.96	1.61
Nikkei 225	22 052	1.10	-2.83	-3.13
Shanghai Composite	2 815	1.43	-8.22	-14.88
VIX - Volatilité implicite	12.73	-20.88	4.52	15.31

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

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738