

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

16 juillet 2018 /// n°14-2018

## Une trêve dans la guerre commerciale ?

### Points clés

- Inflation américaine au plus haut depuis 2012 (2,9%a)
- Poursuite du rebond des actifs risqués (actions, crédit, émergents)
- Le S&P salue les publications du 2T18
- Bund et Treasuries sans tendance
- Détente des spreads italiens après des adjudications rassurantes

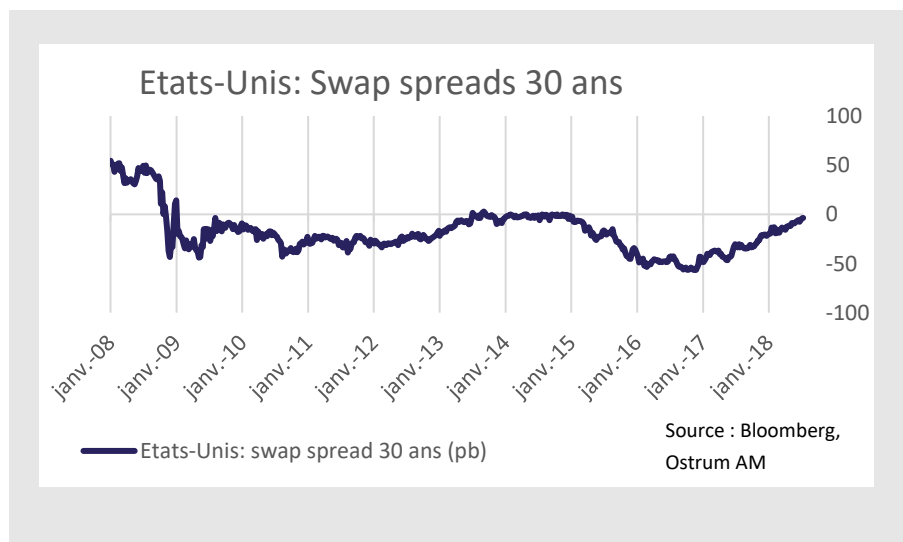
Malgré le climat de guerre commerciale, les marchés financiers restent bien orientés. Les marchés d'actions progressent (+1,5% sur le S&P 500), les spreads se resserrent globalement et ce, sans préjudices aux taux sans risque américains ou européens. La volatilité des actions s'inscrit de nouveau en baisse. L'aplatissement des courbes témoigne de la demande forte de taux longs indépendamment des mouvements d'allocations d'actifs favorables à la prise de risque.

Les adjudications rassurantes en Italie permettent une réduction des spreads courts. Les primes de crédit en zone euro (116pb contre Bund) se

resserrent également malgré la timidité des investisseurs envers cette classe d'actifs. Les financières restent en retard de performance. L'iTraxx crossover s'est resserré de 31pb depuis fin juin. Le high yield se détend en parallèle. Les points morts d'inflation se tassent quelque peu en raison du repli des cours du pétrole.

Sur le marché des changes, le yen s'affaiblit vers 112,5 pour un dollar permettant un rebond conjoint du Nikkei. L'euro revient à 1,17\$ alors que le peso mexicain gagne encore du terrain. Le rebond du peso profite aussi aux spreads de dette externe.

### Le graphique de la semaine



La demande de duration reste considérable aux Etats-Unis notamment de la part des fonds de pension.

La hausse des primes (de garantie des pensions) force les fonds à réduire leur écart de duration et à diminuer leur déficit, alors que les actions sont au plus haut et les rendements obligataires sont remontés par rapport aux niveaux bas de 2018.

L'aplatissement et la réduction des swap spreads proviennent en partie de mouvements d'allocation d'actifs effectué par les fonds de pension.

## Inquiétudes macro et dynamique micro

La déferlante protectionniste sans cesse alimentée par Donald Trump constitue l'un des principaux risques sur le cycle mondial. Cela étant, les tarifs douaniers étendus à 200mds \$ supplémentaires d'importations de la Chine n'ont pas engendré de réponse de Pékin, qui semble calmer le jeu.

La trêve s'est révélée particulièrement bénéfique aux actifs risqués. Les indices actions américains ont pu se reconcentrer sur la dynamique bénéficiaire favorable en ce début de période des résultats. Sur 28 publications, seules deux entreprises ont déçu sur leurs résultats. La hausse des chiffres d'affaires atteint 8,3% au 2T et le résultat net moyen progresse de 20% sur un an. Le dollar fort et les politiques commerciales restrictives n'ont pas encore d'effets visibles sur l'activité des entreprises. Les secteurs de technologie et de l'industrie affichent les progressions bénéficiaires les plus fortes.

Le positionnement des investisseurs ne semble pas excessif, d'où le rebond des cours de l'indice S&P 500 au-delà de 2800. Les données du CFTC sur les positions en dérivés sur le S&P 500 révèlent que les comptes spéculatifs restent vendeurs nets actuellement. En outre, l'assouplissement fiscal provoque de nombreuses annonces de rachats d'actions aux Etats-Unis. Les entreprises sont acheteuses nettes d'actions à hauteur de centaines de milliards de dollars chaque année, soit pour motifs d'acquisitions, soit pour rendre la trésorerie excédentaire aux actionnaires. Les dernières annonces de rachats d'actions concernent principalement les institutions financières. Le bénéfice par action apparaît d'autant plus élevé que la base de capital est réduite par les rachats. Le levier financier au niveau macroéconomique est en constante augmentation depuis 2012 dans la sphère non-financière aux Etats-Unis. Malgré la détente actuelle, les spreads investment grade aux Etats-Unis sont en hausse de 25pb en 2018.

La dernière publication du crédit à la consommation (+24,5mds \$ en mai) s'inscrit en haut de la fourchette historique. Le crédit aux ménages reste dynamique malgré les défauts de paiements en hausse sur les cartes de crédit ou les prêts automobiles. La politique monétaire demeure accommodante ignorant l'accélération des prix actuelle sous prétexte de « symétrie » de l'objectif de 2%. L'inflation (IPC) est au plus haut depuis février 2012 à 2,9%. La lisibilité de la politique de la Fed est l'une des raisons de l'aplatissement continu de la courbe des taux. Le spread 2-10a s'échange à 25pb et le 10-30a à seulement 10pb. Outre la politique monétaire, l'activité de démembrement des Treasuries à long terme reste élevée, du fait de la demande de taux longs des fonds de pension. Dans ce contexte, le regain d'appétit pour le risque (actions, crédit) ne devrait pas engendrer une forte hausse des taux longs. L'écart à la valeur d'équilibre chiffrée à 3,02% sur le 10 ans ne devrait pas

être comblé rapidement. La neutralité en sensibilité est maintenue en complément d'une position au resserrement du 2-10a.

En zone euro, les enquêtes conjoncturelles ont cessé de se dégrader en mai-juin. L'inflation s'est redressée dans la plupart des pays. Cette inflexion dans la phase de ralentissement de la croissance ne saurait présager d'un rebond durable des taux, d'autant que la BCE sera flexible dans sa politique de réinvestissement. Le Bund 02/2028 a enfoncé son plancher de 0,30%, ce qui constitue un signal technique à la hausse des cours. L'aplatissement de la courbe allemande semble favoriser d'autant qu'il s'agit d'une position de portage positif.

Sur le plan des spreads, la détente se poursuit avec le regain d'appétit pour le risque. Les émissions italiennes ont rencontré une demande satisfaisante y compris sur l'échéance 2038 adjugée à 3,26%. Le spread à 10 ans s'affiche à 220pb. Il est primordial que l'état italien conserve un accès total au marché en amont des décisions de Fitch et Moody's dans quelques semaines. L'Espagne se resserre vers 90pb contre Bund, Fitch ayant confirmé sa note de A. Il convient de maintenir les surexpositions en Espagne (91pb à 10 ans) et au Portugal (139pb). La crise gouvernementale au Royaume-Uni attisée par l'ingérence américaine semble n'avoir que peu d'effet sur le Gilt au regard des enjeux démesurés. L'emprunt britannique à 10 ans cote sous 1,30%.

Le crédit en zone euro profite du regain d'appétit pour le risque. La tendance sur l'iTraxx crossover (291pb) s'est inversée provoquant un resserrement de plus de 30pb depuis le début du mois. Les signaux techniques se sont retournés depuis le 4 juillet préfigurant cette baisse des spreads synthétiques. Si les obligations d'entreprises sont moins réactives que les indices, leurs spreads (116pb) diminuent néanmoins (-5pb la semaine passée). Les flux suggèrent que les allocataires ne sont pas encore revenus sur le crédit IG. Les financières restent en retrait de la performance générale du marché mais les dettes subordonnées profitent de l'embellie. Quant au high yield, les spreads cotent 365pb contre plus de 400pb au début du mois.

## La dette émergente se resserre

L'amélioration observée sur le high yield résonne dans les pays émergents. La tendance favorable au dollar contre les devises des pays émergents s'estompe, malgré les fragilités habituelles en Argentine ou en Turquie. L'indice de référence des spreads émergents se situe à 341pb contre Treasuries (-12pb sur cinq séances). L'appréciation du peso réduit le risque de crédit sur la dette souveraine mexicaine en dollars (BBB+) s'échange à 138pb. Selon l'IIF, les investisseurs ont retiré 14mds \$ sur les fonds actions et obligations en mai et juin. Les flux vers les obligations émergentes semblent néanmoins se stabiliser après près de trois mois difficiles.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.63 %	+2	-1	0
EUR Bunds 10a	0.36%	+6	-4	-7
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>99 bp</b>	<b>+4</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>
USD Treasuries 2a	2.6 %	+4	+6	+72
USD Treasuries 10a	2.86 %	+0	-6	+45
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>26 bp</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>-27</b>
GBP Gilt 10a	1.29 %	+4	-4	+10
JPY JGB 10a	0.04 %	+0	+0	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	28 bp	-6	-5	-7
Italie	222 bp	-14	+2	+63
Espagne	92 bp	-7	+3	-22
Inflation Points-morts (10a)	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	146 bp	-3	-1	+3
USD TIPS	211 bp	-3	-2	+13
GBP Gilt Indexés	304 bp	+1	-2	-2
EUR Indices Crédit	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	116 bp	-5	+3	+30
EUR Agences OAS	50 bp	-1	+2	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	54 bp	0	+3	+15
EUR High Yield Pan-européen OAS	365 bp	-23	+12	+71
EUR/USD Indices CDS 5a	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	64 bp	-4	-4	+19
iTraxx Crossover	291 bp	-12	-6	+59
CDX IG	62 bp	-1	+1	+13
CDX High Yield	335 bp	-3	+2	+28
Marchés émergents	16-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	341 bp	-12	-11	+56
Devises	16-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.171	-0.33	+0.89	-2.47
GBP/USD	\$1.326	+0.35	+0.15	-1.86
USD/JPY	¥112.38	-1.39	-1.71	+0.28
Matières Premières	16-juil.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$73.3	-\$4.8	\$0.2	\$8.5
Or	\$1 240.8	-\$18.3	-\$37.8	-\$62.0
Indices Actions	16-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 801	0.62	0.78	4.78
EuroStoxx 50	3 453	-0.21	-1.48	-1.45
CAC 40	5 417	0.34	-1.55	1.96
Nikkei 225	22 597	3.71	-1.11	-0.74
Shanghai Composite	2 814	-0.04	-6.88	-14.91
VIX - Volatilité implicite	12.27	-3.31	2.42	11.14

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