

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

23 juillet 2018 /// n°15-2018

Trump s'invite dans le débat sur les taux

Points clés

- **Powell maintient le cap et s'attire les critiques de Trump**
- **Croissance économique forte aux Etats-Unis au 2T**
- **Biais vendeur de T-note, neutralité sur le Bund**
- **Croissance bénéficiaire en hausse aux Etats-Unis**
- **Regain d'intérêt pour le high yield et les émergents**

L'intervention de Donald Trump concernant la politique de la Fed et le dollar américain a fait réagir les marchés pourtant particulièrement calmes en ce début d'été. Malgré des publications de résultats favorables, la bourse américaine est étale sur la semaine. Les indices européens sont en revanche moins soutenus par la dynamique des bénéfices.

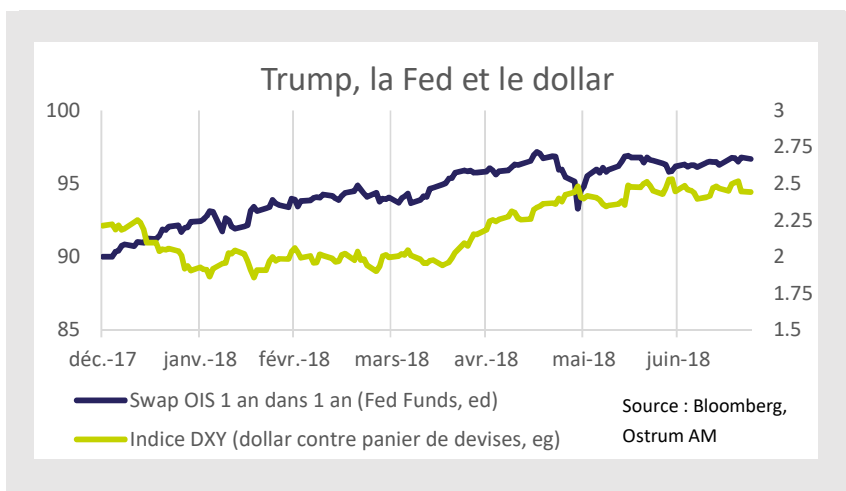
Le 10 ans américain remonte vers 2,90% effaçant ainsi une partie de l'aplatissement précédent. En zone euro, le Bund s'approche de 0,40%, les spreads périphériques se réduisent à la marge. Au Japon, le 10 ans s'anime pour tutoyer le niveau de

0,10%. Le marché semblait spéculer sur un changement d'objectif de taux de la BoJ.

Sur les marchés du crédit, les dettes financières subordonnées sous-performent de nouveau des indices sans réelles tendances. L'accalmie semble prévaloir sur les marchés émergents et le high yield européen.

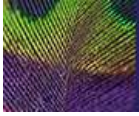
Les commentaires de Donald Trump ont engendré un repli du dollar. L'euro s'échange au-delà d'1,17\$ et le dollar-yen s'ajuste vers 111. Le réal brésilien reprend 1,6% contre le billet vert.

Le graphique de la semaine



Donald Trump cherche-t-il à influencer la Fed ? Le Président des Etats-Unis a bruyamment exprimé son opposition à la politique de la Banque Centrale arguant que le dollar était trop fort et que le relèvement des taux était néfaste à l'activité.

Il est inhabituel qu'un Président interfère avec la politique de la Banque Centrale. La Fed est indépendante et poursuivra sa politique de retrait graduel de l'excédent de liquidités. En outre, la force du dollar reflète en premier lieu la politique protectionniste de Trump.



Etats-Unis : forte croissance au 2T

La croissance américaine s'est fortement accélérée au 2T18. Entre avril et juin, l'économie a probablement crû à un rythme annualisé supérieur à 4%. La consommation de biens, alimentée par le crédit, s'est redressée et l'investissement privé reste bien orienté. L'emploi progresse à un rythme plus que suffisant pour maintenir le taux de chômage (4% en juin) sous son niveau de long terme. Le solde commercial s'améliore grâce à une hausse surprenante des exportations américaines de biens. Les importateurs étrangers ont probablement anticipé des mesures de rétorsions face au protectionnisme américain. Cette embellie pourrait s'avérer de courte durée, mais la demande extérieure nette apportera au moins un demi-point de croissance au 2T18.

Powell ne déroge pas au gradualisme

Compte tenu de la hausse de l'inflation, Jerome Powell n'a « pour l'instant » aucune raison de modifier la trajectoire des taux. Deux hausses de 25pb supplémentaires sont anticipées en septembre et en décembre. C'est le principal message de son intervention devant le Congrès la semaine passée. La politique bilancielle au-delà de 2018 devra être amendée mais la communication de la Fed à ce sujet n'a pas encore évolué. L'ire de Donald Trump a certes engendré un accès de volatilité mais la Fed restera probablement insensible aux critiques. La bourse américaine reste portée par la dynamique des bénéfices. La saison des résultats est jusqu'ici très favorable, avec plus de 90% de sociétés battant le consensus. Cependant, les valorisations dans certains secteurs peuvent rendre les cours vulnérables en cas de déceptions lors des publications. En outre, une autre source de fragilité réside dans la hausse du levier financier. La réforme fiscale accélère les programmes de rachats d'actions, en particulier dans le secteur bancaire désormais autorisé par le régulateur à distribuer davantage. Cela s'ajoute aux nombreuses opérations de fusions et acquisitions. De fait, le secteur des entreprises américaines est le principal acheteur d'actions. Les investisseurs finaux affichent à l'inverse une certaine prudence vis-à-vis des actions américaines.

Sur les marchés de taux, l'inflation en hausse (2,9% sur l'IPC de juin) maintient un plancher sur le rendement à 10 ans qui pourrait revenir vers l'équilibre que nous situons à 3,02%. Une position de sous-sensibilité est recommandée. La courbe des taux se pentifiait la semaine passée, le 30 ans repassant au-dessus de 3%. Le sous-réaction des points morts d'inflation reste une énigme compte tenu de l'accélération des prix. Le breakeven d'inflation à 10 ans est stable autour de 212pb. La sensibilité au pétrole, y compris sur les échéances courtes, paraît inhabituellement faible.

Par ailleurs, le marché japonais semble entrevoir un ajustement monétaire. Il est néanmoins peu probable que la BoJ remette en cause sa politique de ciblage des taux à 10 ans. La surperformance du Gilt (1,24%) alors que la hausse des taux se profile en août nous laisse perplexes. Un biais vendeur semble approprié.

BCE : la tentation du twist

En zone euro, le Bund oscille entre 0,30% et 0,50% depuis l'éclatement de la crise politique en Italie à la fin du mois de mai. L'emprunt allemand (0,40%) s'échange au milieu de cette fourchette en amont de la réunion de la BCE jeudi. Ce rendez-vous s'annonce sans surprise mais la BCE conserve, dans sa manche, la carte de sa politique de réinvestissement. Un élargissement des contraintes de maturités n'est pas à exclure si la BCE veut préserver le marché européen d'une nouvelle hausse des taux longs aux Etats-Unis. Les marchés restent sensibles au risque italien. Le biais de la politique monétaire restera accommodant, ce qui favorise une poursuite de la détente des spreads périphériques. L'Espagne cote autour de 100pb à 10 ans, le Portugal s'échange à 140pb.

Le marché des actions est plus hésitant, avec une performance en 2018 négative d'1% sur les principaux indices européens. Les fonds actions accusent des sorties. Le début de la saison des résultats est sans relief, les bonnes et mauvaises surprises s'équilibrent mais les secteurs liés à la consommation accumulent les déceptions. La légère remontée de l'euro pèse aussi sur la performance relative des actions européennes face aux actions américaines.

Les flux reviennent sur le high yield

Le crédit reste pénalisé par l'écartement des spreads sur les dettes des institutions financières. L'iTraxx des financières subordonnées s'élargit de 10pb sur la semaine à 167pb.

En revanche, le marché obligataire high yield regagne les faveurs des investisseurs finaux. Après un printemps difficile, les flux vendeurs se sont atténués et semblent en passe de s'inverser en juillet. Cela est d'autant plus remarquable que l'investment grade européen (117pb contre Bund) subit encore des dégagements. Le high yield s'échange désormais autour de 370pb contre Bund.

La meilleure tenue des segments risqués du marché obligataire semble faire tache d'huile sur les pays émergents. La dette émergente en dollars cote autour de 340pb contre Treasuries. Les flux sur les fonds obligataires s'améliorent dans le sillage de la stabilisation des devises. Le rebond du réal face au dollar (+1,6% sur une semaine) permet une réduction des spreads brésiliens vers 278pb après un sommet proche à 338pb mi-juin.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.6 %	+2	+6	+3
EUR Bunds 10a	0.41%	+4	+7	-2
EUR Bunds 2s10s	101 bp	+2	+1	-5
USD Treasuries 2a	2.62 %	+2	+8	+74
USD Treasuries 10a	2.95 %	+9	+6	+55
USD Treasuries 2s10s	33 bp	+7	-2	-19
GBP Gilt 10a	1.27 %	-1	-5	+8
JPY JGB 10a	0.09 %	+5	+5	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	31 bp	+2	-6	-5
Italie	223 bp	+2	-12	+64
Espagne	97 bp	+6	-4	-17
Inflation Points-morts (10a)	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	142 bp	-3	-5	-1
USD TIPS	212 bp	+1	-2	+14
GBP Gilt Indexés	302 bp	-2	-2	-4
EUR Indices Crédit	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	117 bp	+1	+5	+31
EUR Agences OAS	49 bp	-1	+2	+11
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	-1	+2	+14
EUR High Yield Pan-européen OAS	367 bp	+2	+8	+73
EUR/USD Indices CDS 5a	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	66 bp	+2	-7	+21
iTraxx Crossover	293 bp	+3	-20	+60
CDX IG	62 bp	+1	-5	+13
CDX High Yield	339 bp	+2	-11	+32
Marchés émergents	23-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	339 bp	-2	-24	+54
Devises	23-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.170	-0.05	+0.07	-2.54
GBP/USD	\$1.311	-0.94	-1.21	-3.02
USD/JPY	¥111.46	+0.78	-1.71	+1.1
Matières Premières	23-juil.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$72.7	\$0.9	-\$2.6	\$8.0
Or	\$1 223.8	-\$15.2	-\$42.3	-\$79.0
Indices Actions	23-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 807	0.32	1.91	5.01
EuroStoxx 50	3 454	0.14	0.36	-1.42
CAC 40	5 378	-0.58	-0.17	1.24
Nikkei 225	22 397	-0.89	-0.53	-1.62
Shanghai Composite	2 860	1.62	-1.05	-13.54
VIX - Volatilité implicite	12.79	-0.31	-7.12	15.85

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 Sarl, 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

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