

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

30 juillet 2018 /// n°16-2018

## Regain d'appétit pour le risque

### Points clés

- **Croissance de 4,1%ta aux Etats-Unis au 2T18**
- **Hausse des résultats aux Etats-Unis mais déceptions sanctionnées en bourse**
- **La Fed maintiendra le cap ; la BoE devrait relever ses taux**
- **Biais vendeur de Treasuries, neutralité sur le Bund**
- **Regain d'intérêt pour le crédit et les émergents**

Les bons chiffres de croissance aux Etats-Unis ont été salués par le marché des actions. L'indice S&P s'adjuge 0,6% sur la semaine. Les actions européennes progressent de près de 2%. La saison des résultats est porteuse aux Etats-Unis mais toute déception est lourdement sanctionnée, notamment dans le secteur de la technologie. Les niveaux de valorisation laissent peu de marge d'erreur.

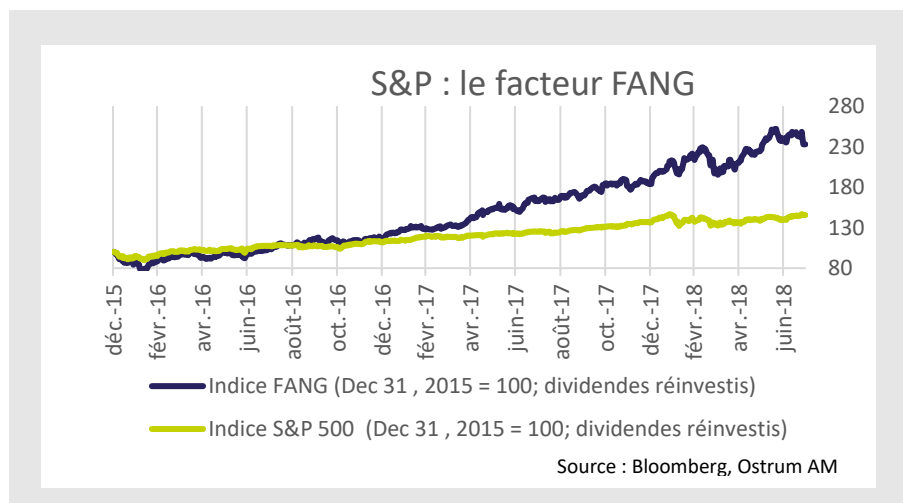
La hausse des actions engendre une légère tension des rendements obligataires. Le 10 ans américain tutoie 3%. Le Bund se traite autour de 0,45%, ce qui contribue à réduire les spreads de crédit. Les titres subordonnés profitent du retour de l'appétit pour le

risque. L'once d'or perd 30\$ depuis le début du mois juillet. Les anticipations d'inflation sont stables.

Le high yield se resserre de 45pb en juillet. Les flux vers les émergents se redressent, les risques politiques et la guerre commerciale diminuant d'intensité. Le crédit émergent externe s'échange autour de 325pb vs. Treasuries.

Le dollar est stable contre les devises majeures. L'euro s'échange sous le seuil de 1,17\$. Le réal brésilien et le peso mexicain témoignent du regain d'optimisme envers les pays émergents. Toutefois, la chute du yuan chinois (6,80 pour un dollar) se poursuit.

### Le graphique de la semaine



Les valeurs de technologie les plus traitées ont eu une contribution considérable à la performance de l'indice phare de la bourse américaine depuis 3 ans.

En 2018, la hausse de l'indice s'explique presque intégralement par la performance de ces valeurs.

Les décrochages récents suggèrent que les valorisations atteintes n'autorisent aucune déception sur les résultats ou les perspectives

## Croissance forte aux Etats-Unis

Le PIB américain a crû de 4,1% en termes annualisés au deuxième trimestre. La croissance du 1T18 a été révisée en hausse à 2,2%ta. La consommation privée s'est redressée après un léger ralentissement au trimestre précédent. Les dépenses en biens de consommation durables progressent de 9,3%ta. L'investissement demeure solide, grâce aux allègements fiscaux. Les dépenses en structures connaissent une croissance à deux chiffres. Les dépenses de recherche-développement sont en hausse de 8,9%ta. Les prix du pétrole élevés encouragent la production de brut désormais supérieure à 11mbpj. Le rebond des exportations s'explique en grande partie par le redressement de la balance énergétique. Les Etats-Unis ont ainsi exporté 2,3mbpj au 2T18. L'amélioration du solde extérieur apporte 1pp de croissance. A l'inverse, les dépenses publiques hors défense stagnent. La variation des stocks ampute la croissance d'1pp. La reconstitution des inventaires soutiendra l'activité au cours des prochains mois. Des tensions sont visibles dans la chaîne de production. Le déflateur du PIB monte de 3% pour la première fois depuis 2007.

Le marché des actions a désormais totalement intégré ces bonnes nouvelles. La réforme fiscale américaine s'est traduite par des rapatriements de capitaux massifs estimés à 145mds \$ au premier trimestre. Ces flux alimentent les annonces de programmes de rachats d'actions au 2T18. L'activité de fusions-acquisitions soutient également les cours boursiers. La saison des résultats trimestriels est aussi très favorable dans la plupart des secteurs. Cela étant dit, les déceptions sont sanctionnées. Les valorisations de 23x les bénéfices de l'année courante dans la technologie engendrent des réactions asymétriques des marchés.

La croissance milite pour une poursuite des hausses de taux et de la politique de réduction du bilan. Jerome Powell ignorera sans doute les pressions politiques. Le statu quo sur les Fed Funds paraît néanmoins acquis cette semaine. Le FOMC pourrait néanmoins opter pour un nouvel ajustement de la rémunération des réserves excédentaires afin de faciliter la diminution de son bilan. Le taux à 10 ans est remonté à 2,98%. Il existe un potentiel haussier vers le sommet précédent de 3,12% mais le gradualisme de la Fed et le positionnement vendeur des intervenants les plus réactifs réduisent la probabilité d'un décalage violent du marché. La hausse de l'inflation constitue néanmoins un plancher pour le 10 ans. La dynamique d'aplatissement (détentions de la Fed, demande structurelle de taux des fonds de pension) se heurte désormais à la logique de portage bénéfique aux stratégies de pentification. Nous ne retenons pas d'exposition en termes de courbe. La hausse observée de l'inflation reste sans effet sur les points morts issus des TIPS. Le breakeven à 10 ans oscille autour de 210pb malgré le rebond de 2\$ du pétrole (le baril de WTI vaut 70\$).

## Draghi botte en touche

En zone euro, Mario Draghi n'a pas modifié sa politique monétaire et repoussé les questions relatives à la politique de réinvestissement. Les montants à réinvestir sont colossaux sur les douze prochains mois. Les tombées d'emprunts publics s'élèvent à 146mds € à l'horizon de juin 2019. L'attentisme de Draghi favorise une réduction des swap spreads à court terme. Concernant la dette souveraine, le risque d'un référendum Italien sur l'euro est réapparu et les spreads sont remontés vers 230pb sur les BTPs à 10 ans. Les Bonos espagnols (97pb) sont stables malgré l'échec du vote sur le budget. Un total de 20mds € de dette espagnole sera remboursée le 31 juillet. Le Portugal surperforme. Le marché des actions (+2% la semaine passée) ignore les publications trimestrielles sans relief. L'euro plus faible et les valorisations moins tendues qu'aux Etats-Unis limitent le potentiel baissier mais le ralentissement entrevu en début d'année pèse sur les chiffres d'affaires. Les obligations d'entreprise subissent la volatilité des emprunts d'états depuis fin mai. Le solde des révisions des notations est pourtant positif en Europe. Après une fin de printemps difficile, les flux se sont inversés depuis le début du 3T18. Les investisseurs finaux semblent avoir racheté la classe d'actifs autour de 120pb contre la référence sans risque allemande. Quant aux notations spéculatives, les spreads s'inscrivent en baisse de 35pb depuis le début de juillet. Le niveau de 400pb sur les spreads a ravivé la demande de high yield européen.

## La BoJ et la BoE prêtes à modifier leurs politiques ?

Au Japon, le marché spéculait sur une sortie éventuelle de la politique de ciblage des taux d'intérêt en raison de ses effets néfastes sur les marges bancaires. Le 10 ans s'échange au-delà de 0,10% malgré l'activisme de la BoJ. Il nous paraît peu probable que Kuroda mette un terme à cette politique au moment où l'inflation replonge. Enfin, la BoE devrait relever ses taux d'un quart de point à 0,75%. Le marché intègre cette hausse puis le statu quo pour les deux prochaines années. La situation politique s'est détériorée mais Mark Carney semble enclin à relever les taux. Le rendement du Gilt devrait suivre le T-note à la hausse.

## Regain d'appétit pour le risque émergent

Les devises latino-américaines ont fortement progressé ces dernières semaines. Le peso mexicain traite sous 19 contre un dollar. Les intervenants sont rassurés par les perspectives budgétaires. Cela profite aux spreads souverains qui se réduisent vers 130pb sur les titres d'échéance 10 ans. Le réal brésilien montre également des signes de stabilisation sous 3,70 pour un dollar. De manière générale, les flux se sont nettement redressés sur le marché des ETFs de dettes émergentes libellées en dollars. Le spread de l'indice de référence se situe autour de 325pb contre un sommet à 374pb le 19 juin dernier.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+2	+8	+5
EUR Bunds 10a	0.45%	+5	+15	+3
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>103 bp</b>	<b>+3</b>	<b>+7</b>	<b>-2</b>
USD Treasuries 2a	2.67 %	+4	+15	+79
USD Treasuries 10a	2.98 %	+2	+12	+57
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>30 bp</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-22</b>
GBP Gilt 10a	1.35 %	+8	+8	+16
JPY JGB 10a	0.1 %	+2	+7	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	30 bp	-1	-6	-6
Italie	234 bp	+11	-4	+75
Espagne	98 bp	+0	-4	-16
Inflation Points-morts (10a)	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	143 bp	+1	-4	+0
USD TIPS	213 bp	+1	+0	+15
GBP Gilt Indexés	305 bp	+3	+0	-1
EUR Indices Crédit	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	112 bp	-5	-8	+26
EUR Agences OAS	48 bp	-1	-3	+10
EUR Obligations sécurisées OAS	52 bp	-1	-2	+12
EUR High Yield Pan-européen OAS	355 bp	-12	-41	+61
EUR/USD Indices CDS 5a	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	63 bp	-3	-13	+18
iTraxx Crossover	287 bp	-5	-39	+55
CDX IG	58 bp	-3	-10	+9
CDX High Yield	330 bp	-8	-33	+22
Marchés émergents	30-juil.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	324 bp	-15	-45	+39
Devises	30-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.171	+0.12	+0.98	-2.42
GBP/USD	\$1.314	+0.28	+0.14	-2.74
USD/JPY	¥110.96	+0.42	-0.11	+1.56
Matières Premières	30-juil.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$75.0	\$2.0	-\$4.2	\$10.3
Or	\$1 224.3	\$0.6	-\$17.7	-\$78.5
Indices Actions	30-juil.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 810	0.12	3.38	5.11
EuroStoxx 50	3 517	1.83	3.58	0.38
CAC 40	5 498	2.23	3.29	3.50
Nikkei 225	22 545	0.66	1.08	-0.97
Shanghai Composite	2 869	0.33	0.76	-13.25
VIX - Volatilité implicite	13.52	7.13	-15.97	22.46

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