

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

27 août 2018 /// n°17-2018

La livre turque s'effondre

Points clés

- **Crise de change en Turquie sur fond de tensions avec les Etats-Unis**
- **Contagion limitée, les taux revisitent leurs points bas**
- **Le BTP s'échange à 280pb du Bund avant de probables abaissements de note**
- **Léger écartement du crédit, le high yield est stable**
- **Les taux japonais s'équilibrent autour de 0,10%**

Le mois d'août aura, comme souvent, été chahuté sur les marchés financiers. Les marchés émergents dévissent, en particulier les taux de change.

Les sanctions commerciales américaines envers la Turquie ont fait plonger la livre au-delà de 7 pour un dollar en milieu de mois. Les élections brésiliennes à venir occasionnent des attaques spéculatives contre le réal qui s'échange au-dessus de 4 contre le billet vert. La devise brésilienne perd 8% en août.

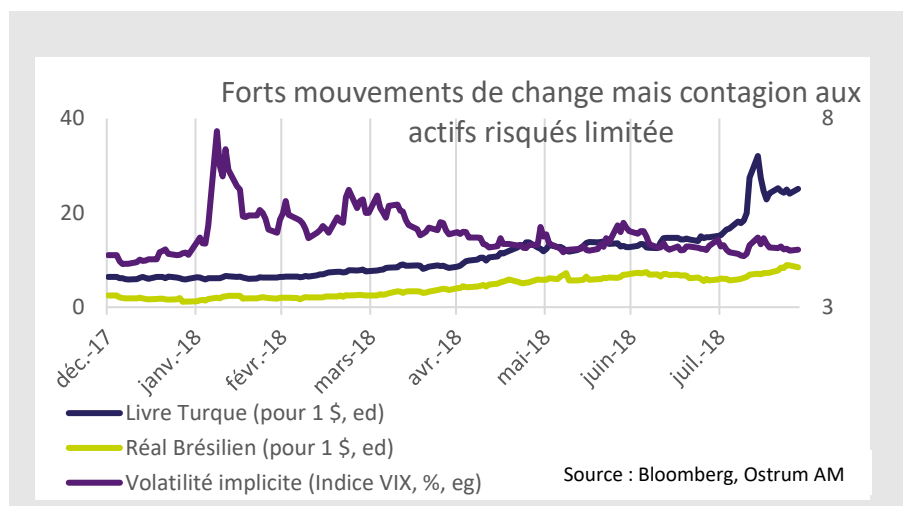
En Italie, la situation reste tendue sur le plan politique et la perspective d'un abaissement de notation au cours des prochains mois se reflète dans le spread à 10 ans proche de 280pb (+52pb en août). Ces risques ont naturellement bénéficié aux principaux

marchés de taux : le 10 ans américain (-14pb en août) butait sur 2,80% alors que son équivalent allemand retouchait son point bas de 0,30%. Les points morts d'inflation se tassent logiquement. Le 10 ans japonais semble avoir trouvé un nouvel équilibre à 0,10%.

Les spreads de crédit se sont élargis modérément de 2 à 7pb selon les classes d'actifs dans l'univers investment grade européen. Le high yield s'est en revanche bien comporté.

Les actions s'affichent en progression de 2% aux Etats-Unis. Les indices européens ont toutefois baissé d'1 à 2% en août malgré le soutien de l'euro faible. Le livre sterling abandonne 2% à 1,285\$.

Le graphique de la semaine



L'effondrement de la livre turque et la baisse du réal en août n'ont pas provoqué de mouvement de repli généralisé sur les marchés.

Malgré un soutien mécanique aux actifs sans risque (T-note, Bund), la volatilité des actions est restée très faible au cours du mois.

L'indice VIX cote en effet 12% seulement.

Turquie : la livre s'effondre

La livre turque s'est dépréciée de près de 30% en août marquant une nette accélération de la dépréciation observée depuis plusieurs années. En effet, le dollar, qui valait 2 livres en 2013, cote désormais au-delà de 6,20. La bourse d'Istanbul replonge et les spreads souverains turcs s'échangent au-delà de 510pb contre environ 400pb au début de l'été. L'effondrement du taux de change est la conséquence de plusieurs facteurs : le renforcement du dollar américain suite aux mesures protectionnistes de Donald Trump ; les déséquilibres macroéconomiques propres à l'économie turque et la dégradation des relations avec les États-Unis.

La hausse du dollar est souvent associée à une chute des marchés émergents. Cela étant, la politique de la Fed est sans surprise et la hausse du dollar traduit surtout la politique commerciale de l'Administration Trump. En outre, le risque de refinancement en dollars du gouvernement turc est nul en 2018, la première échéance d'1,5 md \$ se situant en mars 2019. Cependant, les entreprises turques ont une dette externe importante de l'ordre de 25% du PIB. La vulnérabilité de la Turquie est la conséquence d'un policy-mix expansionniste au cours des dernières années. Le compte courant est largement déficitaire et le déficit public doublera cette année. L'inflation (proche de 16%) est élevée et l'accélération des prix (renforcée par le rebond du pétrole depuis 2 ans nécessite un douloureux ajustement monétaire.

Les tensions avec les États-Unis sont souvent attribuées à la détention d'un pasteur américain en Turquie. Certes, Donald Trump doit flatter sa base conservatrice dans la perspective des élections de mi-mandat en novembre prochain mais l'enjeu est ailleurs. La Turquie cherche à acheter des armes russes et c'est davantage la position d'Ankara sur la Syrie qui a motivé les sanctions commerciales américaines. Les conséquences politiques et militaires d'un rapprochement avec Moscou, voire Pékin, en échange de financement extérieur sont incertaines à ce stade, mais seraient de nature à fragiliser l'OTAN. Quant aux marchés financiers, la Banque centrale turque a relevé son taux repo à 1 semaine à 17,75%. La croissance de la Turquie va sans doute être réduite à moins de 4% cette année et décèlera encore l'an prochain.

L'Italie toujours sous pression

Le contexte politique ne s'arrange pas en Italie. Les difficultés internes risquent de s'étendre si le gouvernement italien empêtré dans la crise migratoire et les conséquences de la tragédie génoise met effectivement son veto au budget européen. Cet environnement de défiance contribue à la nervosité des marchés. Les incertitudes budgétaires sont grandes et le risque d'une escalade verbale avec Bruxelles apparaît élevé au cours des prochains mois. Le spread à 10 ans s'échange à 280pb. Fitch et Moody's

abaisseront probablement d'un cran leurs notations. Moody's a néanmoins reporté sa décision à fin octobre.

Neutralité sur les taux

Cette volatilité a favorisé le Bund durant l'essentiel du mois d'août. L'emprunt allemand à 10 ans revient néanmoins vers 0,38%, le point médian de son évolution sur les derniers mois. Le T-note a rebondi sur 2,80% mais reste 20pb sous la valeur d'équilibre de nos modèles (3,02%) touchée en début de mois. L'aplatissement de la courbe s'est poursuivi. Le spread 2-10 ans est tombé sous le seuil de 20pb. La réunion de Jackson Hole n'a pas remis en cause la trajectoire des taux de la Fed pour les prochains mois. Deux hausses de 25pb sont probables en septembre et en décembre. Sur ces niveaux de marché, la neutralité en sensibilité restera privilégiée à court terme. Au Japon, le changement de rhétorique de la BoJ semble avoir été interprété par les opérateurs comme un relèvement de la cible à 0,10% pour le taux à 10 ans. Le marché japonais cote désormais autour de ce niveau. Le yen est la seule devise majeure à s'apprécier contre le dollar au mois d'août. Un biais vendeur reste approprié si le marché persiste à tester la BoJ.

Le marché du crédit subit l'effet de l'élargissement des swap spreads (+3pb en août) et le regain de tensions en Italie. Le spread moyen investment grade s'inscrit ainsi en hausse de 6pb en août à 116pb. Les titres subordonnés bancaires et assurantiels surperforment néanmoins. Le high yield européen, pourtant exposé au risque italien, cote 2bp sous les niveaux de fin juillet. La prime de la classe d'actifs ressort à 355pb contre Bund.

Sur les marchés de dette émergente (en dollars), les risques spécifiques turc et brésilien provoquent un écartement mais la contagion est limitée. Le spread moyen de la classe d'actifs (EMBI) ressort aujourd'hui à 360pb.

Parmi les classes d'actifs risquées, l'indice S&P s'adjugé plus de 2% depuis le début du mois. La volatilité issue des tensions avec la Turquie s'avère sans effet sur les cours. L'indice américain marque même un nouveau sommet historique. De fait, la croissance bénéficiaire du 2T18 (+25%) s'est généralement révélée meilleure qu'attendu de sorte que les valorisations quelque peu tendues ne sont pas un obstacle à l'amélioration des cours. Les surprises haussières sur les BPA atteignent 85% des publications au deuxième trimestre. Les conditions de financement facilitent toujours les rachats d'actions et les opérations de fusions et d'acquisitions. En Europe, les indices ont perdu entre 1 et 2% en août. Les signaux de ralentissement perceptibles depuis le début de l'année se traduisent par des publications de résultats moins porteuses. Les surprises s'équilibrent et la croissance bénéficiaire moyenne se limite à 7% avec de très fortes disparités sectorielles.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+2	+2	+5
EUR Bunds 10a	0.38%	+5	-3	-5
EUR Bunds 2s10s	96 bp	+3	-4	-10
USD Treasuries 2a	2.65 %	+5	-2	+77
USD Treasuries 10a	2.85 %	+2	-10	+45
USD Treasuries 2s10s	20 bp	-3	-8	-32
GBP Gilt 10a	1.45 %	+19	+17	+26
JPY JGB 10a	0.1 %	+1	-1	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	34 bp	-1	+4	-2
Italie	282 bp	+16	+48	+123
Espagne	104 bp	+1	+7	-10
Inflation Points-morts (10a)	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	139 bp	-1	-3	-4
USD TIPS	211 bp	+3	-1	+13
GBP Gilt Indexés	307 bp	+1	+3	+1
EUR Indices Crédit	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	116 bp	+1	+1	+30
EUR Agences OAS	50 bp	-3	+2	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	-3	+0	+13
EUR High Yield Pan-européen OAS	355 bp	-6	-10	+61
EUR/USD Indices CDS 5a	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	65 bp	-3	+3	+20
iTraxx Crossover	285 bp	-11	-2	+52
CDX IG	59 bp	-2	+0	+10
CDX High Yield	324 bp	-7	-7	+17
Marchés émergents	28-août-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	360 bp	-8	+35	+75
Devises	28-août-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.168	+1.07	-0.28	-2.68
GBP/USD	\$1.289	+0.1	-1.88	-4.6
USD/JPY	¥111.17	-0.65	-0.21	+1.37
Matières Premières	28-août-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$76.3	\$3.7	\$1.5	\$11.9
Or	\$1 211.3	\$19.0	-\$12.3	-\$91.5
Indices Actions	28-août-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 897	1.39	2.76	8.35
EuroStoxx 50	3 456	1.31	-2.01	-1.36
CAC 40	5 487	1.44	-0.46	3.28
Nikkei 225	22 813	2.67	0.44	0.21
Shanghai Composite	2 778	1.62	-3.33	-16.00
VIX - Volatilité implicite	12.02	-6.53	-7.75	8.88

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

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