

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

3 septembre 2018 /// n°17-2018

Septembre n'est jamais simple

Points clés

- Les marchés actions européens en baisse la semaine passée
- L'Italie et les discussions commerciales en Amérique du nord inquiètent
- Le Bund à 0,33%, élargissement des souverains et du crédit
- Les émergents sous-performent
- Australie : l'inévitable crise immobilière

La dernière semaine d'août s'est révélée conforme à la tendance du début de mois. Les actifs risqués ont reculé au bénéfice des obligations d'états sans risque. La situation des émergents reste précaire en particulier en Amérique du Sud. La Banque Centrale argentine n'arrive pas à juguler la baisse de sa devise malgré un taux court porté à 60%.

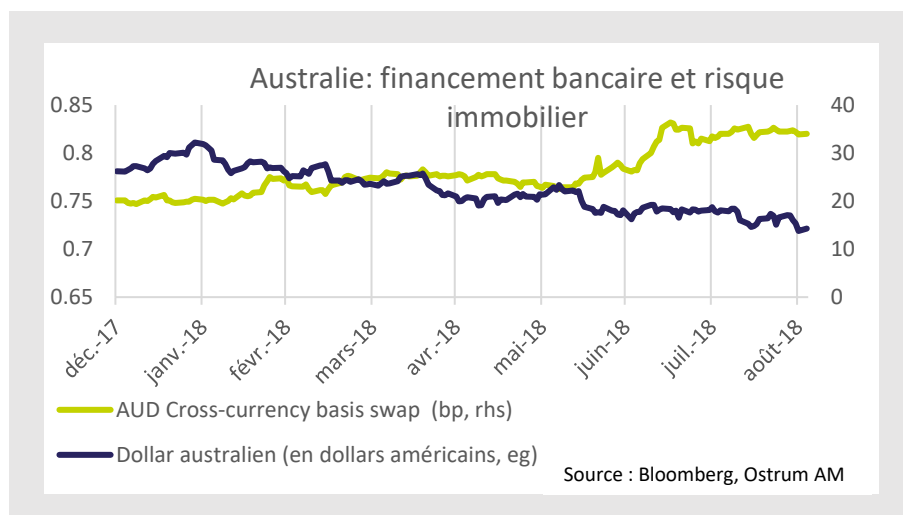
En zone euro, le gouvernement italien cherche à rassurer les marchés. Fitch valide néanmoins l'incertitude budgétaire en abaissant ses perspectives de notations. Les spreads de l'Espagne et du Portugal s'élargissent également. Le crédit subit le retour du primaire et un appétit moindre des investisseurs finaux. L'investissement grade européen s'écarte de 3pb. Le high yield résiste toujours,

malgré un marché synthétique plus chahuté. L'iTraxx crossover cote 300pb.

Les marchés d'actions européens ont terminé la semaine en nette baisse. L'EuroStoxx 50 abandonne près de 2%. Les secteurs de la distribution, des banques et des télécommunications sont en retrait par rapport aux indices. La bourse américaine fait figure de valeur refuge, à l'opposé de Shanghai.

Le dollar rebondit face aux devises nord-américaines. La force du dollar reste principalement le reflet du protectionnisme de Trump. Le dollar australien continue de chuter du fait du risque immobilier limitant la capacité de la RBA à relever ses taux.

Le graphique de la semaine



Les taux bas au plein emploi menacent la stabilité financière.

La politique monétaire australienne a engendré une bulle immobilière, qui désormais se dégonfle. Les prix des maisons affichent 11 mois consécutifs de baisse.

Ce stress est renforcé par le passif du système bancaire vis-à-vis du reste du monde. C'est pourquoi les primes sur les swaps cross-currency s'élargissent et la devise s'affaiblit.

Etats-Unis : l'assouplissement des conditions de crédit est dangereux

Aux États-Unis, l'économie a crû au rythme de 4,2% l'an entre avril et juin. Un début de ralentissement est néanmoins perceptible au 3T. Le dynamisme de la consommation des ménages se traduit par une réouverture du déficit extérieur. Le solde de la balance des biens de juillet montre en effet un déficit supérieur à 72mds \$. L'investissement immobilier se tasse. La hausse des prix supérieure à 6% par an depuis 2013 rend plus difficile l'accession à la propriété d'autant que les taux hypothécaires augmentent. Le stock de maisons à vendre commence ainsi à remonter. En revanche, les perspectives d'investissement des entreprises demeurent bien orientées. Les livraisons de biens d'équipement progressent de 5%ta sur trois mois. Selon le Tech Pulse de la Fed de San Francisco, la croissance dans le secteur technologique californien se maintient à un rythme élevé. L'ensemble des enquêtes manufacturières régionales se maintient en territoire positif. L'ISM manufacturier devrait rester proche des sommets cycliques. L'inflation pointe à la hausse. Le déflateur de la consommation privée se situe à 2,3%a en juillet. L'indice sous-jacent qui exclut les éléments les plus volatiles ressort à 2%a. La Fed devrait donc continuer à relever ses taux. Un autre argument milite pour un vrai durcissement des conditions financières. L'enquête de la Fed trimestrielle auprès des banques américaines (Senior Loan Officer Opinion Survey) laisse apparaître un assouplissement généralisé des conditions de crédit. Les banques traditionnelles sont forcées de réagir à l'émergence des 'fintech' dont les parts de marché ne cessent de croître, notamment sur les segments du refinancement hypothécaire et du crédit à la consommation. Le développement rapide des CLO entretient l'offre de prêts aux entreprises au détriment du niveau de protection des créanciers. Ces évolutions en fin de cycle économique traduisent le risque d'antisélection caractéristique des marchés du crédit. Si la qualité de crédit continue de se dégrader, le rationnement du crédit engendrera une récession.

La politique italienne et les tensions commerciales dominant l'actualité

Sur les marchés financiers, l'attentisme prédomine. Le mois d'août s'est révélé défavorable aux actifs risqués. Le risque italien est dans tous les esprits. Giovanni Tria se veut rassurant sur le déficit mais la pression du duo DiMaio-Salvini rend sa parole suspecte. Fitch (BBB, négatives) se contente pour l'instant d'exprimer ses doutes en abaissant ses perspectives de notation. L'actualisation du programme de stabilité, le 27 septembre prochain, est très attendue. La Commission européenne rendra son avis fin novembre, alors que S&P et Moody's s'exprimeront en octobre. Les spreads italiens devraient continuer de s'élargir. Dans ce contexte, il est difficile de vendre le Bund. Certes, la valeur d'équilibre se situe autour de 0,52%, mais la

décélération de la croissance, la baisse à venir de l'inflation et le contexte italien nous incite à maintenir la neutralité. En outre, les taux repo (jusqu'à -3% sur certaines souches) témoignent de la rareté de l'emprunt allemand. Les émissions longues prévues cette semaine en Espagne et en France laissent cependant entrevoir un risque d'écartement du spread 10-30 ans.

Le crédit euro s'élargit

Les obligations d'entreprise sous-performent le Bund. Le retour précoce des émissions a pesé sur les cours la semaine passée. Le spread IG moyen revient vers ses plus hauts de juillet à 119pb. L'iTraxx IG se traite à 68pb. Les flux sur les fonds indiquent que les investisseurs finaux réduisent leurs expositions. La proportion de crédit achetée par la BCE a diminué au cours de l'été. Les montants à réinvestir sont aussi négligeables (5mds €) comparativement aux 146 mds € d'emprunts publics arrivant à échéance à l'horizon de juillet 2019. Gageons que la BCE saura faire preuve de « flexibilité » après la fin du QE. Malgré la volatilité du crossover, le marché du high yield (+4pb à 359pb) ne semble pas surréagir à l'écartement du crédit IG.

Les marchés d'actions évoluent au gré des incertitudes italiennes et des tensions commerciales en Amérique du Nord. Les discussions se prolongent avec le Canada, après l'accord signé à la hâte avec le président mexicain sortant. Tout accord commercial devra avoir l'aval du Congrès américain... qui pourrait bientôt changer de majorité. Les menaces de Donald Trump d'exclure le Canada rencontre une opposition forte des entreprises. Dans ce contexte, le dollar et le marché américain des actions font figure de valeurs refuges. Le S&P (au plus haut historique) gagne 0,9% sur la semaine alors que les indices européens baissent de 1 à 2%. Il est vrai que la dynamique bénéficiaire est meilleure aux Etats-Unis. L'effet relutif des acquisitions et rachats d'actions accentue l'écart de croissance des bénéficiaires par action avec l'Europe. La hausse du levier encouragée par la réforme fiscale est l'un des moteurs principaux de la hausse du S&P avec la performance des FAANG (+30% en 2018). En zone euro, les signaux de ralentissement en début d'année ont coïncidé avec une amélioration de la performance des secteurs défensifs. Les bancaires demeurent aussi sous pression. L'asymétrie de la volatilité implicite suggère toutefois que les risques baissiers sont en partie intégrés par les intervenants.

Enfin, sur les marchés émergents, la situation de l'Argentine semble inextricable. Les sorties de capitaux et la conversion de peso en dollars forcent un ajustement brutal des taux courts (60%). L'appel de Macri au FMI n'a pas rassuré, bien au contraire. L'effondrement de la livre turque contraint très fortement les importations du pays et la croissance économique. Le spread sur l'EMBI ressort à 370pb, ce qui semble un moindre mal au vu du contexte.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.6 %	-2	-1	+2
EUR Bunds 10a	0.33%	-4	-8	-9
EUR Bunds 2s10s	94 bp	-2	-6	-12
USD Treasuries 2a	2.63 %	-1	-2	+74
USD Treasuries 10a	2.86 %	+1	-9	+46
USD Treasuries 2s10s	23 bp	+3	-7	-29
GBP Gilt 10a	1.4 %	+13	+8	+21
JPY JGB 10a	0.12 %	+2	+1	+7
EUR Spreads Souverains (10a)	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	36 bp	+2	+3	+0
Italie	283 bp	+5	+31	+124
Espagne	112 bp	+8	+10	-2
Inflation Points-morts (10a)	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	138 bp	-1	-3	-5
USD TIPS	209 bp	-2	-3	+11
GBP Gilt Indexés	307 bp	+1	+2	+2
EUR Indices Crédit	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	119 bp	+3	+9	+33
EUR Agences OAS	52 bp	+2	+5	+14
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	+0	+2	+13
EUR High Yield Pan-européen OAS	359 bp	+4	+2	+65
EUR/USD Indices CDS 5a	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	+2	+4	+23
iTraxx Crossover	298 bp	+11	+5	+66
CDX IG	60 bp	+1	+1	+11
CDX High Yield	330 bp	+6	+3	+23
Marchés émergents	3-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	370 bp	+8	+43	+85
Devises	3-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.162	-0.56	+0.47	-3.19
GBP/USD	\$1.288	-0.1	-0.92	-4.68
USD/JPY	¥111.05	0	+0.18	+1.48
Matières Premières	3-sept.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$78.2	\$1.7	\$4.7	\$14.2
Or	\$1 201.5	-\$8.5	-\$13.5	-\$101.4
Indices Actions	3-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 902	0.93	2.15	8.52
EuroStoxx 50	3 395	-1.77	-2.51	-3.11
CAC 40	5 414	-1.19	-1.19	1.91
Nikkei 225	22 707	-0.40	0.81	-0.25
Shanghai Composite	2 721	-2.16	-0.72	-17.73
VIX - Volatilité implicite	12.86	7.26	10.48	16.49

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