

STRATÉGIE **HEBDO**

Document destiné aux clients professionnels

10 septembre 2018 /// n°18-2018

Un monde à trois vitesses

Points clés

- **Croissance aux Etats-Unis, ralentissement de la zone euro et turbulences dans les pays émergents**
- **Léger rebond du 10 ans américain (2,94%), le Bund à 0,40%**
- **BCE : entre optimisme de façade et pragmatisme monétaire**
- **Les actions européennes chutent, l'euro toujours faible**

Les actifs risqués ont chuté la semaine passée. La bourse américaine perdait 1% alors que les marchés européens plongeaient de 3% environ. La baisse de l'euro (sous 1,16 \$) n'est plus un soutien suffisant depuis quelques semaines.

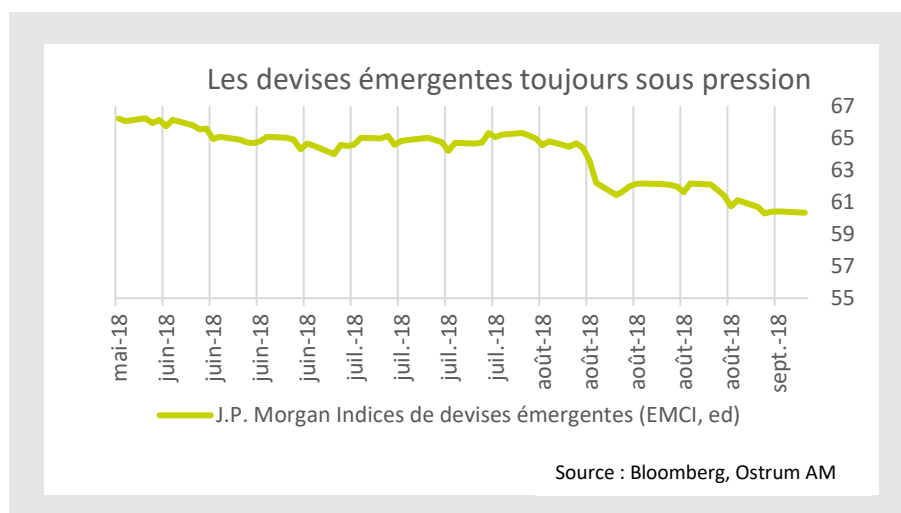
Les devises des pays émergents les plus exposés aux flux de capitaux internationaux restent fragiles face au billet vert. Le rand et la roupie indienne s'affaiblissent. L'inflation importée pèse sur l'activité dans plusieurs pays. Contrairement aux marchés des devises, la dette émergente en dollars s'est stabilisée autour de 370bp contre Treasuries.

La croissance plus élevée aux Etats-Unis engendre une remontée des rendements obligataires vers 2,94% sur l'emprunt à 10 ans.

Le Bund (0,40%) suit le mouvement contribuant ainsi au resserrement des spreads souverains. Le mouvement de taux est homogène sur l'ensemble des maturités. La diminution des primes s'explique aussi par la communication rassurante des autorités italiennes au sujet du déficit public prévu l'an prochain.

Les spreads de crédit en euro restent plus élevés à 120pb au-dessus de la courbe allemande. La surperformance des subordonnés bancaires fait écho à la baisse mesurée des actions des banques. Le high yield s'échange à un spread moyen de 375bp, en hausse de 16bp depuis le début du mois et la reprise des émissions. L'indice iTraxx Crossover se resserre néanmoins à 286bp (-12pb).

Le graphique de la semaine



L'indice JP Morgan des devises émergentes perd 13% en 2018.

La détérioration des comptes courants des pays émergents amplifie l'impact (direct ou indirect) du protectionnisme et des hausses de taux américaines.

La plupart des Banques Centrales sont contraintes de relever leurs taux (Argentine, Turquie) ou d'intervenir (Inde) sans réel succès jusqu'à présent, compte tenu des effets de contagion.

Un monde à trois vitesses

La dynamique du commerce mondial est sans doute moins porteuse depuis quelques mois. Toutefois, tous les pays ne sont pas affectés de la même façon. L'économie américaine conserve un rythme de croissance nettement supérieur à celui de l'Europe, et bien sûr, les pays émergents frappés par les mesures de rétorsions commerciales américaines. Les échéances électorales aux Etats-Unis ne favorisent pas la coopération, et pourraient même déboucher sur une nouvelle fermeture du gouvernement fédéral.

L'emploi aux Etats-Unis continue de s'améliorer à un rythme plus que suffisant (150-200k) pour absorber l'augmentation mensuelle de la population active. Le taux de chômage se maintient un demi-point en dessous de son équilibre de long-terme (4,6% selon la Fed). La Réserve Fédérale procèdera probablement à un relèvement de 25pb des Fed Funds. La politique bilancielle induit aujourd'hui une diminution mensuelle des réserves à hauteur de 40mds \$. Ce rythme augmentera à 50mds \$ par mois au quatrième trimestre mais Jerome Powell ne s'est toujours pas positionné sur le rythme approprié de réduction du bilan au-delà de 2018. Au rythme actuel, le non-réinvestissement induit un besoin de financement fédéral de 360mds \$, (1,8pp de PIB) en sus du déficit projeté atteint 5% du PIB en 2019. La décision de Powell, qui ne pourrait être communiquée qu'en décembre, revêt une importance considérable pour la dynamique de la courbe des taux. L'environnement de croissance milite pour des taux plus élevés à moyen terme. A court terme, l'inflation devrait cependant se modérer (en raison de la baisse des prix de l'essence) et retarder un mouvement du T-note vers sa valeur d'équilibre (3,05%) voire les sommets de 2018 (3,12%). Le positionnement vendeur est aussi un frein au rebond des taux. Techniquement, la zone actuelle fait figure de pivot. Une clôture au-dessus de 2,94% constituerait un signal de vente.

Sur les actions, malgré sa baisse d'1% la semaine passée, le S&P reste soutenu par la croissance des résultats et les programmes de rachats d'actions. Ces rachats sont largement alimentés par les rapatriements de capitaux des firmes américaines encouragées par la réforme fiscale. Ces flux ont atteint 300mds \$ entre janvier et mars 2018 selon la Fed. Au total, dividendes et rachats totalisent près de 4% de la capitalisation sur un an. La fermeté du dollar valide aussi le statut de refuge du S&P dans les portefeuilles mondiaux. Au niveau sectoriel, on note une rotation moins favorable à la technologie depuis un mois.

BCE : la politique de réinvestissement en questions

En zone euro, le ralentissement suggéré depuis cet hiver par les enquêtes de conjoncture se concrétise. La production industrielle de la zone euro augmente d'à

peine 1% sur un an. Les commandes à l'industrie allemande témoignent du retournement. Les actions plongent logiquement (-3% la semaine passée). L'euro faible traduit les incertitudes italiennes et la menace protectionniste

Le crédit patine

Le marché du crédit peine à se resserrer malgré le quantitative easing (120pb). Le retour anticipé du primaire en septembre et les réallocations favorisant les maturités courtes témoignent d'un environnement moins favorable à la prise de risque sur le crédit. La demande de crédit est d'ailleurs l'une des raisons du resserrement des swap spreads à 2 ans. Les titres bancaires subordonnés ont surperformé la dette senior du secteur et les obligations industrielles et défensives. Ce mouvement accompagne le rebond (relatif) des actions bancaires largement sanctionnées cette année. La BCE prendra sans doute acte du ralentissement en réduisant sa prévision pour 2019. L'inflation aujourd'hui en ligne avec la cible de 2% diminuera vers la tendance sous-jacente de l'ordre de 1-1.5% au cours des prochains mois. Mario Draghi, optimiste mais prudent, conserve une carte dans sa manche avec la politique de réinvestissement des obligations arrivant à échéance. Le montant lié au PSPP (147mds € sur 12 mois) est largement supérieur au crédit (5mds €), ce qui pourrait engendrer des dynamiques opposées sur ces marchés. L'Italie poursuit son entreprise de communication avant la publication du programme budgétaire le 27 septembre prochain. La volatilité des spreads reste élevée compte tenu des émissions à venir et dans la perspective d'un abaissement de la notation souveraine. Le BTP cote autour de 250pb à 10 ans. Par ailleurs, le Bund revient vers 0,40%. Une accélération haussière nécessiterait la cassure du niveau technique de 0,42%. Le spread 10-30 ans n'a pas réagi aux émissions longues en France (1,25md € de 2066 à 1,81%) et en Espagne (880mn € de 2048 à 2,58%) la semaine passée. La neutralité prévaudra en sensibilité.

Les déficits courants pèsent sur les devises émergentes

La débâcle des devises émergentes contraste avec l'accalmie relative sur la dette en dollars. Les pays les plus exposés aux flux de capitaux internationaux voient leurs devises s'affaiblir. C'est le cas du Rand sud-africain qui a totalement effacé sa hausse du 1T18. L'Argentine malgré sa réponse monétaire (taux courts à 60%) reste fragilisée par la demande de dollars des résidents. Macri peine à stabiliser la situation malgré l'aide du FMI et l'annonce de coupes budgétaires. La situation est moins tendue sur les marchés de dette. Les flux s'équilibrent sur les marchés de dette émergents. L'indice EMBI se situe à 370pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.54 %	+6	+9	+8
EUR Bunds 10a	0.40%	+7	+8	-3
EUR Bunds 2s10s	95 bp	+1	-1	-11
USD Treasuries 2a	2.71 %	+8	+10	+82
USD Treasuries 10a	2.93 %	+7	+6	+53
USD Treasuries 2s10s	22 bp	-1	-4	-30
GBP Gilt 10a	1.47 %	+7	+23	+28
JPY JGB 10a	0.12 %	+0	+2	+7
EUR Spreads Souverains (10a)	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	31 bp	-5	-4	-5
Italie	251 bp	-32	-17	+92
Espagne	105 bp	-7	-4	-9
Inflation Points-morts (10a)	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	138 bp	+0	-1	-5
USD TIPS	210 bp	+1	+0	+12
GBP Gilt Indexés	304 bp	-4	-4	-2
EUR Indices Crédit	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	120 bp	+1	+10	+34
EUR Agences OAS	49 bp	-3	+1	+11
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	-3	-2	+10
EUR High Yield Pan-européen OAS	375 bp	+16	+22	+81
EUR/USD Indices CDS 5a	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	61 bp	-7	-6	+17
iTraxx Crossover	282 bp	-16	-20	+49
CDX IG	60 bp	0	-1	+11
CDX High Yield	331 bp	+1	-2	+24
Marchés émergents	10-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	368 bp	-2	+33	+83
Devises	10-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.160	+0.13	+1.76	-3.42
GBP/USD	\$1.303	+1.4	+2.26	-3.54
USD/JPY	¥111.13	+0.24	-0.38	+1.4
Matières Premières	10-sept.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$77.2	-\$0.9	\$4.1	\$13.2
Or	\$1 195.8	\$2.4	\$2.2	-\$107.0
Indices Actions	10-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 877	-0.83	1.55	7.62
EuroStoxx 50	3 309	-2.52	-3.41	-5.56
CAC 40	5 270	-2.66	-2.68	-0.81
Nikkei 225	22 373	-1.47	0.34	-1.72
Shanghai Composite	2 669	-1.88	-4.50	-19.28
VIX - Volatilité implicite	14.29	11.12	8.59	29.44

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