

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

17 septembre 2018 /// n°19-2018

## La BCE débattrait des réinvestissements au 4T

### Points clés

- **Rebond des actifs risqués, le T-note proche de 3%**
- **Les bourses occidentales remontent, le Nikkei profite du yen faible**
- **Les marchés semblent ignorer la dérive budgétaire américaine**
- **BCE : la politique de réinvestissement sera débattue au 4T18**
- **Les émergents respirent dans le sillage du tour de vis monétaire en Turquie**

Les actions ont rebondi la semaine passée. Le S&P s'adapte 1% et le Nikkei s'envole (+3,5%) profitant de la faiblesse du yen. Les taux à 10 ans remontent vers 3% aux Etats-Unis entraînant le Bund allemand à la hausse (0,45%, +5pb). Shanghai reste mal orientée compte tenu de l'incertitude entourant les intentions commerciales américaines.

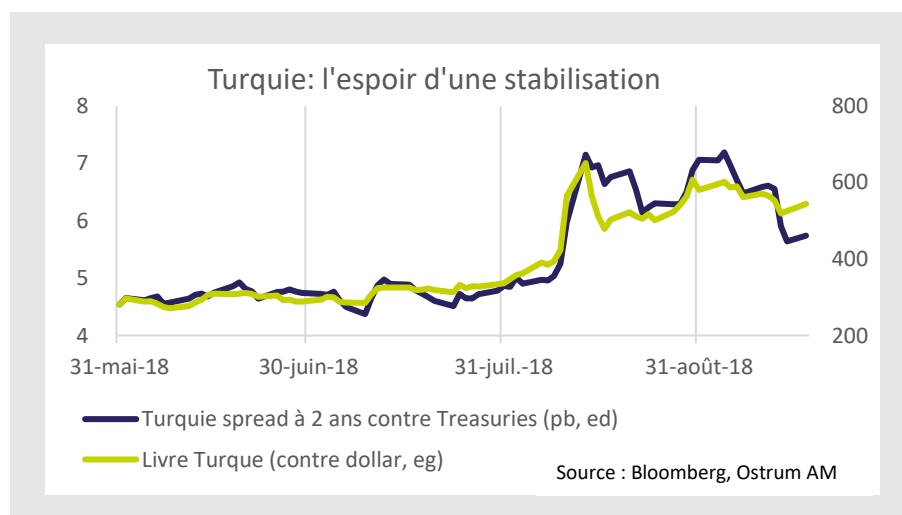
La BCE a repoussé à octobre ou décembre toute discussion sur sa politique de réinvestissement. Les spreads souverains se resserrent en zone euro. Les positions vendeuses se réduisent en Italie (241pb) avant la publication du programme budgétaire à trois ans. Les spreads de crédit amortissent la hausse des taux sans risque. Le marché offre une prime de

116pb contre Bund. Les financières subordonnées (dont l'assurance) continuent de surperformer.

Les spreads émergents ont diminué. La Banque Centrale turque a relevé ses taux (+625pb à 24%) répondant ainsi à l'injonction d'Erdogan de les baisser. La livre s'est stabilisée et les spreads en dollars ont diminué. Le spread moyen de l'EMBI clôt la semaine à 356pb.

Le dollar n'affichait aucune tendance la semaine passée. L'euro oscille entre 1,16\$ et 1,17\$. Le peso mexicain se raffermi et cote désormais sous 19 contre le billet vert. A l'inverse, les échéances électorales pèsent sur la valeur du réal brésilien.

### Le graphique de la semaine



La banque centrale turque a relevé son taux de 625pb à 24% la semaine passée. Ce mouvement intervient dans un climat délétère de pressions gouvernementales, où la crédibilité et l'indépendance de l'institution étaient remises en cause.

La Banque n'avait pas le choix pour enrayer la spirale baissière sur la devise. La baisse du change précipite l'atterrissage brutal du cycle.

Les spreads à 2 ans en dollars ont bien accueilli ce nouveau tour de vis.

## Rebond des actions avant la Fed

La croissance économique se maintient à un niveau élevé au 3T18. Le PIB devrait croître d'environ 4,4% entre juillet et septembre 2018 selon la dernière estimation de la Fed d'Atlanta. Le marché du travail américain affiche toujours une santé insolente. Les postes à pourvoir sont au nombre de 6,9mn en juillet. Les difficultés de recrutement sont telles que le nombre de chômeurs est inférieur au solde des emplois vacants. En outre, les enquêtes auprès des entreprises font largement état de pressions salariales dans de nombreux secteurs.

Il existe néanmoins des ombres au tableau. Le budget fédéral est déficitaire de 675mds \$ entre janvier et août soit l'équivalent du total de 2017. L'impôt sur les sociétés (dont l'essentiel est collecté le 15 septembre) contribue fortement à la dégradation du solde public, qui devrait atteindre 875mds \$ cette année (4,3% du PIB). La politique économique est massivement procyclique, ce qui contribue à aggraver les déséquilibres structurels de l'économie américaine. Les déficits jumeaux réapparaissent. Par ailleurs, le secteur du logement ralentit. La hausse des prix amplifiée par la hausse des taux hypothécaires constitue un frein à l'investissement. La croissance décélérera nettement dès le 4T18.

Dans ce contexte, les rendements américains à 10 ans ont rejoint le niveau de 3%. La Fed devra communiquer rapidement, peut-être dès la semaine prochaine, sur le rythme de diminution de son bilan à partir de janvier 2019 et les hausses de taux à venir. L'enjeu n'est plus la gestion du cycle. Il s'agit de l'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis de l'Administration Trump dont les choix budgétaires limiteront grandement la capacité d'action en cas de ralentissement marqué de l'activité. Les valorisations actuelles du T-note (2,99%) sont proches de l'équilibre à 3,05%, et un retour sur ces niveaux, voire sommet de 3,12%, paraissent probables à court terme. Cela nous incite à privilégier une position vendeuse sur les Treasuries.

Les marchés d'actions restent bien orientés aux Etats-Unis, malgré l'incertitude entourant les discussions commerciales en cours avec la Chine. La réforme fiscale bénéficie grandement aux actionnaires via les programmes de rachats d'actions représentant plus de 2% de la capitalisation sur l'année écoulée. La volatilité implicite baisse de nouveau vers 12% à 1 mois. Le facteur croissance reste un thème dominant. L'écart de valorisation avec les sociétés décotées (« value ») se chiffre à quelque 8 points de PER.

## BCE : les réinvestissements en suspens

En zone euro, Mario Draghi remet à octobre voire décembre toute annonce relative à la politique de réinvestissement. Les projections d'inflation (1,7% jusqu'en 2020) intègrent un redressement de l'inflation sous-jacente invisible à ce jour. L'inflation hors

éléments volatiles est limitée à 1% en août. Toutefois, le Bund suit le T-note et se rapproche de la borne haute de sa fourchette récente. La cassure du niveau de 0,50% constituerait un signal vendeur que la BCE s'évertuerait néanmoins de combattre en érigeant la menace du twist, soit le rallongement des maturités achetées afin d'isoler la zone euro des tensions sur les taux américains. A court terme, nous privilégions un biais vendeur. La hausse des rendements sans risque accompagne la détente des taux italiens. Le spread à 10 ans ressort sous 250pb. Le marché a envie de croire à la consolidation budgétaire. Le diable sera dans les détails : l'hypothèse de croissance pour 2019 ou le produit de la « lutte contre l'évasion fiscale » valideront ou non la cible officielle de déficit. Le verdict est attendu pour le 27 septembre. L'embellie actuelle pourrait s'avérer de courte durée, et nous maintenons un biais vendeur de dette italienne. Parallèlement, les perspectives de notation s'améliorent au Portugal selon l'agence S&P. Le spread portugais repasse sous le seuil de 140pb.

La perception du risque italien s'améliorant, l'ensemble des marchés libellés en euros s'affichent en rebond. L'euro consolide au-dessus d'1,16\$. Les marchés d'actions reprennent environ 1% sur la semaine et les spreads de crédit diminuent vers 116pb contre Bund. La surperformance des valeurs financières (banques, assurances) est visible tant sur les actions que sur les dettes d'entreprises. Les obligations subordonnées du secteur de l'assurance gagnent 0,8%. Sur les actions, les banques s'apprécient de 2,4%.

Au Royaume-Uni, le mandat de Mark Carney se prolongera jusqu'en janvier 2020. L'institution qui a maintenu sa politique inchangée la semaine passée s'inquiète ouvertement des conséquences d'une sortie de l'UE sans accord.

## Les émergents respirent

La Banque Centrale turque a relevé les taux au-delà des anticipations de la majorité des investisseurs. Le repo à une semaine se situe à 24% désormais contre 17,75% auparavant. La dépréciation incontrôlée de la devise au cours de l'été nécessitait une sur-réaction afin d'enrayer la dynamique auto-réalisatrice. Le gouvernement a par ailleurs pris quelques mesures de contrôle de capitaux, forçant l'utilisation de la livre pour le règlement des transactions internes. Cette décision a été bien accueillie par le marché, les spreads à 2 ans en dollars diminuant de 600pb à 450bp. Cela étant, le ralentissement de l'économie turque s'annonce brutal.

Plus généralement, cet épisode est symptomatique de la dynamique actuelle des marchés émergents. Les flux vendeurs concernent principalement les devises et les marchés d'actions alors que les flux entrants et sortants s'équilibrent sur les ETFs de dette émergente en dollars ou en monnaies locales. Le spread moyen de la classe d'actifs en dollars est 356pb contre Treasuries.

## Marchés financiers

| Emprunts d'Etats                | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
|---------------------------------|--------------|------------|-----------|------------|
| EUR Bunds 2a                    | -0.53 %      | +2         | +12       | +10        |
| EUR Bunds 10a                   | 0.46%        | +6         | +15       | +3         |
| <b>EUR Bunds 2s10s</b>          | <b>99 bp</b> | <b>+4</b>  | <b>+3</b> | <b>-7</b>  |
| USD Treasuries 2a               | 2.78 %       | +7         | +17       | +89        |
| USD Treasuries 10a              | 2.99 %       | +6         | +13       | +59        |
| <b>USD Treasuries 2s10s</b>     | <b>22 bp</b> | <b>0</b>   | <b>-4</b> | <b>-31</b> |
| GBP Gilt 10a                    | 1.54 %       | +7         | +30       | +35        |
| JPY JGB 10a                     | 0.12 %       | +0         | +2        | +7         |
| EUR Spreads Souverains (10a)    | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
| France                          | 31 bp        | +0         | -5        | -4         |
| Italie                          | 239 bp       | -12        | -43       | +80        |
| Espagne                         | 103 bp       | -2         | -11       | -11        |
| Inflation Points-morts (10a)    | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
| EUR OATi                        | 139 bp       | +1         | +0        | -4         |
| USD TIPS                        | 211 bp       | +1         | +2        | +12        |
| GBP Gilt Indexés                | 305 bp       | +2         | -1        | -1         |
| EUR Indices Crédit              | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
| EUR Credit IG OAS               | 116 bp       | -4         | +3        | +30        |
| EUR Agences OAS                 | 48 bp        | -1         | -4        | +10        |
| EUR Obligations sécurisées OAS  | 48 bp        | -2         | -7        | +9         |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 364 bp       | -11        | +3        | +70        |
| EUR/USD Indices CDS 5a          | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
| iTraxx IG                       | 60 bp        | -1         | -11       | +15        |
| iTraxx Crossover                | 282 bp       | 0          | -24       | +49        |
| CDX IG                          | 56 bp        | -3         | -5        | +7         |
| CDX High Yield                  | 317 bp       | -10        | -17       | +10        |
| Marchés émergents               | 17-sept.-18  | -1sem (pb) | -1m(pb)   | 2018 (pb)  |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 356 bp       | -13        | -9        | +71        |
| Devises                         | 17-sept.-18  | -1sem (%)  | -1m(%)    | 2018 (%)   |
| EUR/USD                         | \$1.169      | +0.88      | +2.02     | -2.62      |
| GBP/USD                         | \$1.316      | +1.2       | +2.94     | -2.59      |
| USD/JPY                         | ¥111.93      | -0.28      | -1.45     | +0.68      |
| Matières Premières              | 17-sept.-18  | -1sem (\$) | -1m(\$)   | 2018 (\$)  |
| Brent                           | \$78.2       | \$0.8      | \$6.1     | \$14.1     |
| Or                              | \$1 201.9    | \$6.3      | \$12.7    | -\$100.9   |
| Indices Actions                 | 17-sept.-18  | -1sem (%)  | -1m(%)    | 2018 (%)   |
| S&P 500                         | 2 894        | 0.59       | 1.54      | 8.24       |
| EuroStoxx 50                    | 3 346        | 1.11       | -0.80     | -4.50      |
| CAC 40                          | 5 349        | 1.50       | 0.07      | 0.68       |
| Nikkei 225                      | 23 095       | 3.53       | 3.70      | 1.45       |
| Shanghai Composite              | 2 652        | -0.66      | -0.64     | -19.82     |
| VIX - Volatilité implicite      | 13.04        | -7.91      | 3.16      | 18.12      |

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