

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

15 octobre 2018 /// n°23-2018

La volatilité d'octobre

Points clés

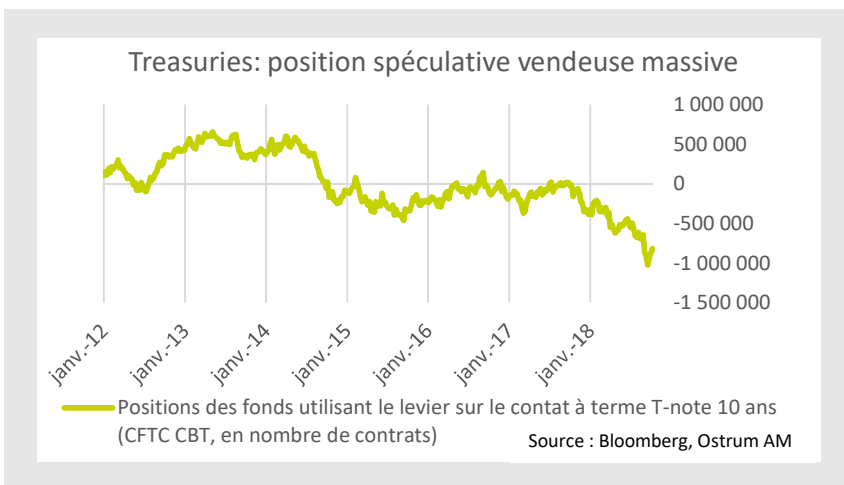
- **Semaine difficile sur les actions : le S&P plonge, l'Europe et l'Asie décrochent**
- **Le dollar perd 1% contre l'euro et le yen**
- **Repli vers l'actif sans risque : le T-note à 3,15%**
- **Net élargissement du high yield**
- **Le spread portugais à la hausse malgré le relèvement de la notation (Baa3)**

Les marchés d'actions ont fortement corrigé la semaine passée. Les indices américains (-4,1% sur le S&P500) ont initié le mouvement entraînant des plonges marqués en Europe et en Asie. La technologie et les petites capitalisations rendent une partie de la surperformance enregistrée depuis le début de l'année. Le Nikkei japonais abandonne 6,4% en cinq séances. Le repli vers les emprunts d'états reste modeste. Le Bund revient sur 0,50% après un sommet à 0,56%. Le T-note corrige vers 3,15% malgré un positionnement spéculatif vendeur sans précédents. La baisse des taux à 10 ans américains provient pour moitié d'un mouvement de point mort encouragé par la publication d'un IPC inférieur au consensus. La liquidation des positions acheteuses de pétrole pèse sur les points morts plus

courts. La dette émergente en dollars s'écarte de 11pb.

En zone euro, des vendeurs se sont manifestés sur les marchés d'emprunts espagnols (+13pb la semaine passée) et portugais (+9pb) annulant le rétrécissement de 2018. L'Italie (300pb) a décalé à mardi le vote du budget. La volatilité des actions a bondi provoquant des dégagements sur le high yield (+25pb en Europe) et, à un degré moindre, les classes d'actifs crédit de bonne qualité (+4pb). Le dollar s'affaiblit contre l'euro et le yen. Le réal progresse encore à 3,76 pour un dollar après un sommet à 4,20 à la mi-septembre.

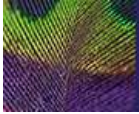
Le graphique de la semaine



Le positionnement spéculatif vendeur atteignait 816k contrats sur le contrat T-note au 9 octobre.

Ces positions traduisent la reconstitution attendue d'une prime de risque sur les taux longs à mesure que la Fed réduit son bilan.

Le retour d'une prime de terme significative réduirait les valorisations d'équilibre sur l'ensemble des marchés.



La bourse américaine initie une correction

Le coup de semonce sur les marchés d'actions américains nous rappelle à la fois la fragilité des valorisations gonflées par les programmes de rachats d'actions et l'absence d'échappatoire en Europe et en Asie lorsque le S&P500 tangué. L'indice large de la bourse américaine s'inscrit en baisse de 6% depuis le sommet du 3 octobre. Les stars de la cote en 2018 subissent logiquement les plus lourdes prises de profit. Les baisses sectorielles semblent s'échelonner selon leur sensibilité à l'indice de marché.

Cette correction boursière pourrait paraître banale. Cependant, le décrochage intervient lors de la période de blackout précédant les publications trimestrielles pendant laquelle les rachats d'actions sont suspendus. Ces transactions ont sans doute joué un grand rôle dans le prolongement du marché haussier aux Etats-Unis. La politique monétaire expansionniste, les rapatriements de trésorerie permis par la réforme fiscale de 2017 et le traitement fiscal des plus-values en font des programmes de rachats d'actions l'instrument privilégié du retour à l'actionnaire pour les entreprises cotées. Les opérations de fusions et acquisitions contribuent aussi à la disparition de la base de capital: environ 3% du flottant est retiré de la cote chaque année. Sur le plan macroéconomique, les rachats nets des émissions d'actions atteignent 840mds \$ en rythme annuel au 2T18 dans le secteur non-financier, un niveau inédit depuis la fin de l'année 2017 (987mds \$). Ainsi le secteur des entreprises est devenu l'acheteur marginal d'actions aux Etats-Unis. Le durcissement des règles d'investissements étrangers dans 27 secteurs industriels américains attendu pour novembre constituera un frein à la performance boursière américaine. Cet équilibre instable repose sur une hausse constante du levier financier des entreprises en absence d'injections de capital des épargnants (ménages, institutionnels). Le resserrement monétaire y mettra un terme. Pis, près de 80% des introductions en bourse depuis 6 ans concerne des sociétés affichant des pertes.

Les marchés asiatiques et européens ne peuvent s'affranchir de la dynamique américaine. Le risque protectionniste en Asie et l'imbricatio italien et le Brexit en Europe s'ajoutent à la pression vendeuse en provenance des Etats-Unis. Un accord entre l'UE et le Royaume-Uni reste hypothétique à ce stade, la question nord-irlandaise semblant sans issue. La baisse du billet vert reprend avec la réouverture des déséquilibres commerciaux et la hausse irresponsable du déficit fédéral américain. L'appréciation du yen et de l'euro accentuent la baisse des cours boursiers japonais et européens. En Europe, seuls quelques secteurs échappent au courant vendeur. Les banques, les valeurs de télécommunications limitent la casse. Les secteurs cycliques sont lourdement sanctionnés (chimie, ressources de base).

Treasuries : réaction contenue jusqu'ici

L'obligataire a finalement peu réagi à la chute des actions. Le T-note revient autour de 3,15%, soit la valeur d'équilibre pour le 10 ans américain selon nos modèles. L'ampleur des positions vendeuses aurait pu (dû ?) induire un plus fort repli des rendements américains depuis le sommet à 3,24%. Le niveau critique pouvant déclencher des rachats se situe à 3,12%. Cela étant, Jerome Powell ne déviara sans doute pas de la trajectoire des taux annoncée alors que la politique budgétaire est devenue très expansionniste et que les objectifs économiques de la Fed sont dépassés. Pour ces raisons, il convient de maintenir une position de sous-sensibilité sur les Treasuries. Le spread 10-30 ans (18pb) conserve une marge d'élargissement si les achats des fonds de pension décélèrent. L'émission de 5mds \$ de TIPS jeudi engendra peut-être des flux vendeurs en couverture sur le 30 ans nominal.

En zone euro, le Bund s'échange autour de 0,50% après un point haut hebdomadaire à 0,56%. Le marché a buté sur sa résistance technique. La valeur d'équilibre estimée du 10 ans allemand ressort à 0,52%. L'Italie demeure le facteur de risque majeur alors que le budget est sur le point d'être envoyé à Bruxelles. Les mesures de lutte contre l'évasion fiscale, sur lesquelles reposent une partie des recettes, sont toujours débattues au sein de la coalition gouvernementale. Les transactions en fin de semaine laissent apparaître un début de contagion sur les marchés d'emprunts d'états au sud de l'Europe. Les spreads espagnols à 10 ans s'écartent vers 120pb. La révision en légère baisse de la croissance attendue pour 2018-2019 justifie l'élargissement qui s'est transmis au Portugal malgré le rehaussement de la note du pays par Moody's. L'agence américaine a enfin pris acte de l'embellie économique portugaise et relevé sa note en catégorie investment grade (Baa3 stable). Cela n'empêche pas un écartement du spread des PGBs à 10 ans au-delà de 150pb.

Le crédit s'écarte après un moment de latence. L'ensemble des classes d'actifs (y compris les covered bonds et les dettes d'agences) affiche une sous-performance vis-à-vis du Bund. Le spread investment grade moyen ressort à 118pb contre Bund en hausse de 4pb sur la semaine. Le secteur automobile sous-performe ainsi que les titres subordonnés du secteur de l'assurance. La balance des flux n'est que légèrement défavorable au crédit européen compte tenu des sorties significatives sur les actions. En revanche, le high yield est vulnérable à la hausse sensible de la volatilité. La volatilité implicite des actions européennes (V2X) a augmenté à 22% et provoqué un écartement mécanique des spreads des notations spéculatives. Le high yield offre une prime de 370pb vis-à-vis du Bund, en hausse de 25pb sur une semaine. Les flux finaux (ETFs) semblent ne pas refléter ce décalage des cours mais la pression vendeuse existe aux Etats-Unis.

Marchés financiers

G4 Government Bonds	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR Bunds 2y	-0.57 %	-2	-3	+6
EUR Bunds 10y	0.50%	-3	+5	+8
EUR Bunds 2s 10s	107 bp	0	+8	+2
USD Treasuries 2y	2.85 %	-3	+8	+97
USD Treasuries 10y	3.16 %	-8	+16	+75
USD Treasuries 2s 10s	30 bp	-4	+9	-22
GBP Gilt 10y	1.61 %	-6	+8	+42
JPY JGB 10y	0.14 %	-1	+3	+10
€ Sovereign Spreads (10y)	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
France	37 bp	+2	+5	+1
Italy	304 bp	+0	+51	+145
Spain	118 bp	+11	+14	+4
Inflation Break-evens (10y)	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR OATi	139 bp	0	0	-4
USD TIPS	213 bp	-4	+2	+15
GBP Gilt Index-Linked	321 bp	-2	+15	+15
EUR Credit Indices	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR Corporate Credit OAS	118 bp	+4	+0	+32
EUR Agencies OAS	55 bp	+4	+7	+17
EUR Securitized - Covered OAS	55 bp	+4	+6	+15
EUR Pan-European High Yield OAS	370 bp	+25	+4	+76
EUR/USD CDS Indices 5y	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
iTraxx IG	75 bp	+3	+15	+30
iTraxx Crossover	295 bp	+6	+13	+62
CDX IG	65 bp	+3	+8	+15
CDX High Yield	355 bp	+12	+34	+47
Emerging Markets	15-Oct-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
JPM EMBI Global Div. Spread	351 bp	+11	-18	+66
Currencies	15-Oct-18	-1w k (%)	-1m (%)	Ytd (%)
EUR/USD	\$1.159	+0.93	-0.93	-3.48
GBP/USD	\$1.316	+0.2	-0.02	-2.63
USD/JPY	¥111.83	+1.12	+0.13	+0.77
Commodity Futures	15-Oct-18	-1w k (\$)	-1m (\$)	Ytd (\$)
Crude Brent	\$80.4	-\$3.5	\$2.8	\$16.7
Gold	\$1 227.0	\$38.8	\$24.4	-\$75.9
Equity Market Indices	15-Oct-18	-1w k (%)	-1m (%)	Ytd (%)
S&P 500	2 764	-4.17	-4.85	3.38
EuroStoxx 50	3 210	-3.00	-4.01	-8.38
CAC 40	5 095	-3.87	-4.81	-4.09
Nikkei 225	22 271	-6.36	-3.57	-2.17
Shanghai Composite	2 568	-5.46	-4.23	-22.35
VIX - Implied Volatility Index	20.89	40.96	73.07	89.22

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 – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com