

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

19 novembre 2018 /// n°27-2018

## Brexit : chronique d'une catastrophe annoncée

### Points clés

- **Brexit : procrastination et crise politique**
- **Les taux font figure de valeur refuge**
- **Le dollar rechute après les propos de Jerome Powell**
- **Violent écartement du high yield européen : +55pb sur la semaine**
- **Nouvelles tensions sur le BTP**

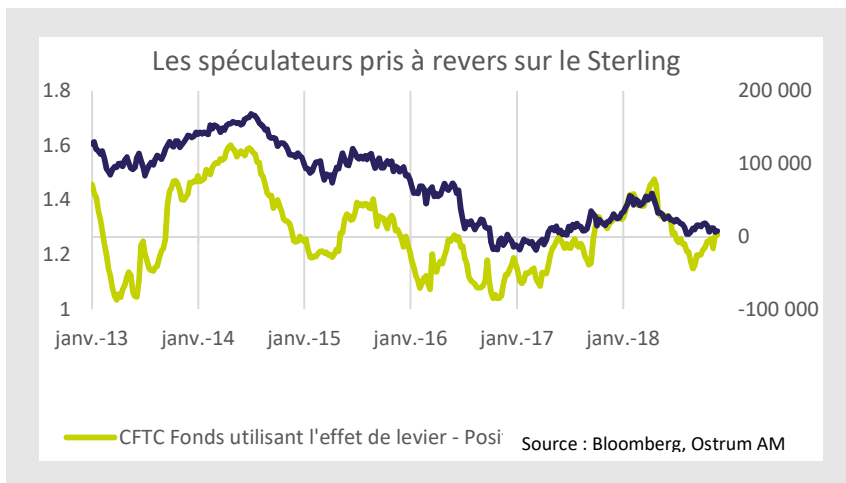
Le projet d'accord entre l'UE et le Royaume-Uni défendu par Theresa May a plongé le gouvernement britannique dans une crise profonde. Plusieurs membres du gouvernement ont démissionné. Le Gilt à 10 ans a baissé sous 1,40% entraînant les taux sans risque dans son sillage. Le Bund a touché un point bas à 0,35% alors que le T-note repassait sous 3,10%.

Jerome Powell évoquant des vents contraires, la courbe américaine s'est pentifiée au-delà de 5 ans. Si les actions européennes sont inchangées sur la semaine écoulée, les spreads de crédit se sont fortement ajustés. Le high yield européen s'élargit de plus de 50pb. Les indices de crédit synthétique

retrouvent leurs sommets de juin 2018. L'Italie reste un point d'attention, le spread des BTPs à 10 ans remonte au-dessus de 320pb. Les primes de l'Espagne et du Portugal s'élargissent également. Les points morts d'inflation plongent de 8pb dans le sillage de la baisse du pétrole. La baisse de l'or noir est globalement défavorable aux émergents. Le spread moyen sur la dette externe ressort à 380pb.

Sur le marché des changes, le dollar s'est replié alors que l'aversion pour le risque des investisseurs s'exprimait principalement sur le marché des taux. L'euro repasse au-dessus d'1,14\$. Le yen reprend également des couleurs sous 113 pour un billet vert.

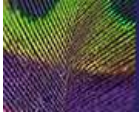
### Le graphique de la semaine



Le Sterling a reculé la semaine passée. L'annonce d'un accord de Brexit entre l'UE et le Royaume-Uni a déclenché une crise politique majeure au sein du gouvernement britannique.

Les démissions en chaîne créent un climat de crise politique alors que les comptes spéculatifs avaient nettement réduit leur exposition à la vente sur la Livre Britannique.

Les fonds spéculatifs ont ainsi coupé leurs positions à la hâte la semaine passée contribuant à la baisse du sterling sous 1,28\$.



## **L'accord de May plonge le Royaume-Uni dans une crise gouvernementale**

L'accord de Brexit négocié par Theresa May avec l'Union européenne a provoqué une crise politique avec la démission de plusieurs ministres et le déclenchement par les députés conservateurs d'une procédure en vue d'un éventuel vote de défiance envers la première ministre. Les prochains jours s'avèreront décisifs. Le Parlement britannique s'exprimera sur l'accord le mois prochain. De fait, ce texte ne fait que repousser les décisions importantes notamment la situation nord-irlandaise, ce qui est inacceptable pour une partie de la majorité. Sur les marchés, les tensions politiques ont provoqué une rapide baisse des taux. Le rendement de l'emprunt à 10 ans a plongé d'1,52% à 1,35% au plus bas de la séance jeudi dernier. Le FTSE se maintenait péniblement au-dessus de la barre des 7000 points alors que, sur le marché des changes, la livre britannique était de nouveau vendue. Les fonds dits « global macro » revenus à l'achat sur le sterling au cours des dernières semaines ont sans doute été contraints de couper leurs positions. La Livre est ainsi retombé autour d'1,28\$. L'euro-sterling a bondi d'un point et demi jeudi et poursuit désormais sa hausse vers 0,89€.

## **Powell sur-interprété par les marchés ?**

L'autre facteur de baisse des taux concerne la Fed. L'intervention de Jerome Powell a été perçue comme un signal de détente des taux. Le 2 ans a diminué vers 2,80% et la hausse de décembre n'est plus certaine selon les cotations dérivées (alors que Powell a fortement suggéré qu'elle aurait lieu). Le dollar a baissé abandonnant son statut de valeur refuge au profit des marchés de taux. Ce mouvement nous semble excessif tant la hausse de décembre paraît acquise.

L'optimisme continue de prévaloir quant aux perspectives de l'économie américaine. Certes, les incertitudes mondiales, l'effet des hausses de taux d'intérêt passées et l'affaiblissement du stimulus budgétaire contribueront à un ralentissement de la croissance. Le logement est également un facteur pesant sur la croissance. Le fait qu'une conférence de presse ait lieu après chaque réunion désormais donne davantage de flexibilité à la Fed pour mettre en œuvre sa politique.

En termes de stratégie, nous maintenons une biais acheteur en sensibilité sur les Treasuries. Le 10 ans américain est proche de sa valeur d'équilibre (3,13%), sa valorisation ne paraît pas excessive. Les volumes vont sans doute diminuer et le mouvement de couverture des positions vendeuses entretient la hausse des cours avant le weekend de Thanksgiving. Nous observons la repentification des segments de courbe 5-30 ans et 10-30 ans sans toutefois y participer. La partie longue de la courbe paraît moins soutenue qu'en début d'année lorsque les fonds de

pension rallongeaient leur duration. Ainsi, le ratio de couverture de la dernière adjudication de 30 ans américain était à son plus bas niveau depuis 2009. La hausse des taux de décembre n'étant plus tout à fait intégrée, un rebond des rendements de maturité inférieure à 5 ans aplatiserait de nouveau la courbe.

Quant à la zone euro, tout porte à croire que la BCE prolongera en avance les TLTROs pour maintenir le ratio de financement à long terme des banques (NSFR) dont l'accès au marché financier reste difficile. La mise en œuvre flexible des réinvestissements reste un levier d'assouplissement des conditions monétaires face au ralentissement cyclique, à la situation italienne et à l'écartement du crédit.

Sur le Bund, la neutralité prévaut en termes de sensibilité. Le Bund semble prisonnier de son canal 0,30-0,50%. La situation italienne soutient la demande de Bund, qui cote en ligne avec sa valorisation d'équilibre (0,38%). Le BTP à 10 ans s'échange autour de 320pb et sa fragilité implique une pression à l'élargissement des spreads espagnols (127pb) et portugais (160pb).

## **Le marché du crédit dévisse**

Les marchés du crédit ont réagi avec retard à l'accès de volatilité sur les marchés d'actions. Le spread moyen dans l'univers investment grade européen ressort à 138pb. Les primes ont augmenté de 13pb sur la semaine. Les secteurs cycliques sont pénalisés par leur bêta élevé et leur sensibilité au cycle économique. Les subordonnés assurantiers et les bancaires affichent aussi une sous-performance importante. Les remboursements en crédit de la BCE sont de l'ordre de 6mds € sur les douze prochains mois. La liquidité, asymétrique sur les marchés du crédit, s'est en outre détériorée.

Le marché du high yield est encore plus fragile. Les spreads s'écartent de 55pb sur 5 jours à 449pb. La balance des flux reste défavorable au high yield des deux côtés de l'Atlantique. La sensibilité plus forte au prix du pétrole milite pour une approche prudente sur le marché américain. Certes, la vague de défaut de 2016 a fait disparaître les entreprises les plus fragiles mais la chute actuelle du pétrole est très rapide. Le baril de WTI s'approche de 55\$, ce qui semble être le haut de fourchette des coûts des exploitants de pétrole de schiste américain. Cette baisse de l'or noir comprime aussi les points morts d'inflation et renforce notre conviction à l'achat de T-notes. Les flux sur les ETFs attestent de la prudence des intervenants.

Il reste à redouter un nouvel accès de faiblesse sur les marchés d'actions. Le S&P débute la semaine en baisse et le rebond de la semaine passée pourrait engendrer des couvertures avant Thanksgiving. Cela entraînerait sans doute une baisse équivalente sur les marchés européens.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+2	0	+4
EUR Bunds 10a	0.37%	-3	-9	-5
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>96 bp</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
USD Treasuries 2a	2.78 %	-15	-13	+89
USD Treasuries 10a	3.06 %	-12	-13	+65
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>28 bp</b>	<b>+2</b>	<b>-1</b>	<b>-24</b>
GBP Gilt 10a	1.38 %	-7	-20	+19
JPY JGB 10a	0.1 %	-2	-5	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	41 bp	+2	+3	+5
Italie	322 bp	+19	+20	+164
Espagne	128 bp	+7	+0	+14
Inflation Points-morts (10a)	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	122 bp	-9	-13	-21
USD TIPS	201 bp	-5	-11	+2
GBP Gilt Indexés	325 bp	+7	+10	+19
EUR Indices Crédit	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	139 bp	+13	+21	+53
EUR Agences OAS	59 bp	+2	+5	+21
EUR Obligations sécurisées OAS	60 bp	+1	+6	+20
EUR High Yield Pan-européen OAS	449 bp	+55	+77	+155
EUR/USD Indices CDS 5a	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	79 bp	+8	+5	+34
iTraxx Crossover	325 bp	+31	+30	+92
CDX IG	74 bp	+7	+7	+25
CDX High Yield	399 bp	+31	+33	+92
Marchés émergents	19-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	382 bp	+21	+35	+97
Devises	19-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.145	+1.55	-0.13	-4.59
GBP/USD	\$1.286	-1	-0.89	-4.86
USD/JPY	¥112.48	+1.31	+0.2	+0.19
Matières Premières	19-nov.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$66.4	-\$3.8	-\$12.9	\$3.0
Or	\$1 224.4	\$22.4	\$2.1	-\$78.5
Indices Actions	19-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 690	-1.34	-2.82	0.60
EuroStoxx 50	3 160	-1.06	-1.57	-9.81
CAC 40	4 985	-1.46	-1.95	-6.16
Nikkei 225	21 821	-2.01	-3.16	-4.15
Shanghai Composite	2 704	2.77	6.00	-18.25
VIX - Volatilité implicite	20.55	18.38	3.32	86.14

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 – 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](http://www.ostrum.com)