

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

26 novembre 2018 /// n°28-2018

## Après le Brexit, place au G20

### Points clés

- **Rebond des actions après l'accord de Brexit**
- **Le parlement britannique s'exprimera en décembre**
- **Le G20 dominé par les tensions commerciales sino-américaines**
- **La baisse du baril se poursuit**
- **Le high yield et les émergents pénalisés par le regain d'aversion pour le risque**

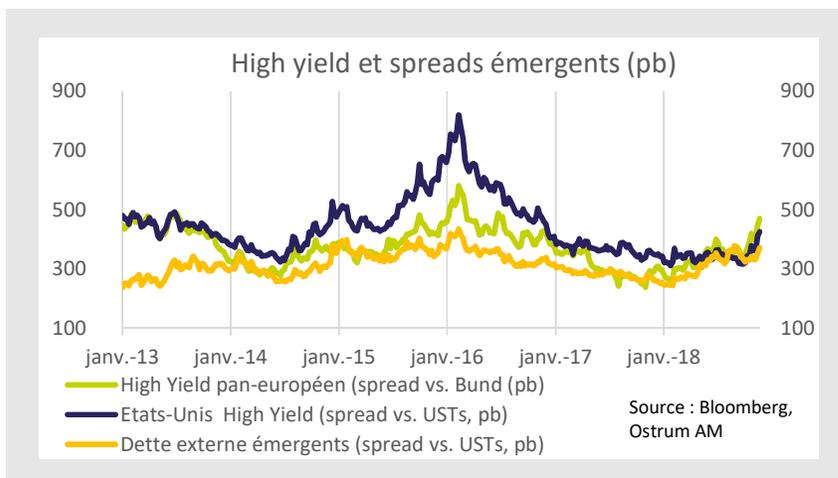
Le rebond des marchés d'actions en Europe (+1% à l'ouverture de lundi) traduit un certain soulagement après la validation de l'accord sur le Brexit par les européens. De son côté, le Parlement britannique se prononcera en décembre. Cela ne saurait faire oublier le retournement du S&P (-3,6%) ou la rechute de Shanghai (-4,7%) la semaine passée. Les questions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis préfigurent un G20 houleux en fin de semaine.

Les principaux taux à 10 ans sont inchangés mais les courbes allemande et américaine s'aplatissent. Le Bund à 30 ans cote juste au-dessus de 1%. Le compromis possible au sujet du budget italien provoque des rachats ramenant le spread du BTP à 10 ans vers 290pb. En revanche, l'essentiel de la

dégradation des spreads de crédit s'est maintenue. L'iTraxx Crossover s'échange à 330pb. Les flux vendeurs continuent de pousser les spreads high yield à la hausse (470pb). Aux Etats-Unis, le marché du high yield subit également la chute marquée du pétrole. Le baril de WTI s'est échangé à 51\$. Les emprunts indexés sur l'inflation sont logiquement délaissés. Le point mort américain à 10 ans passe sous 2% pour la première fois de l'année. Le pétrole pénalise aussi les emprunts des pays émergents. Le spread de l'indice EMBI s'approche de 400pb.

La stabilité des taux rend au dollar son statut de valeur refuge. L'euro replonge à 1,136\$. Le réal brésilien abandonne 3% cette semaine contre le billet vert.

### Le graphique de la semaine



Les turbulences boursières ont un effet retardé sur les marchés du crédit risqués.

La dette externe des pays émergents et le high yield européen et américain refluent depuis quelques semaines dans un mouvement conjoint d'élargissement des primes de risque.

Les flux sont défavorables sur le high yield depuis plusieurs mois et s'affaiblissent désormais sur les émergents.



## Un rebond en trompe-l'œil ?

Le projet d'accord sur le Brexit a été adopté par les institutions européennes. Ceci ne constitue néanmoins qu'une première étape en vue d'un éventuel divorce à l'amiable. Le Parlement britannique s'exprimera en décembre sur cet accord. Les équilibres politiques restent incertains au Royaume-Uni, les deux partis principaux étant divisés sur les modalités de la sortie de l'union. Toutefois, les marchés repartent de l'avant dans des volumes d'échanges plus étoffés après la coupure de Thanksgiving.

Ce répit pourrait s'avérer de courte durée. Un G20 périlleux se profile dès le prochain weekend. Il se murmure que Donald Trump pourrait une nouvelle fois refuser de signer le communiqué commun. Les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis sont en effet au plus haut. La menace d'une hausse des tarifs douaniers américains à 25% à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019 n'en serait que renforcée. Par ailleurs, sur le plan intérieur, Donald Trump agite la menace d'un nouveau shutdown gouvernemental dès le début du mois de décembre. En zone euro, l'évocation d'un compromis sur la question budgétaire italienne a suffi à resserrer la prime de risque du BTP à 10 ans. Le spread repasse ainsi sous le seuil de 300pb. En réalité, l'horizon s'assombrit encore en Italie après une adjudication de BTP Italia (emprunt indexé sur l'inflation à 4 ans) boudée par les ménages (863mn € investis) et les investisseurs institutionnels (1,3md €). Comme on pouvait le craindre, l'accès au marché devient plus difficile pour le Trésor italien.

## La BCE n'aura d'autre choix que d'assouplir sa politique

En zone euro, le ralentissement de la croissance préfigure un changement de ton de la part de la BCE le 13 décembre prochain. Les anticipations de croissance et d'inflation à l'horizon de 2020 seront sans doute abaissées. Le pétrole s'est beaucoup déprécié depuis la publication des dernières projections en septembre. Les points morts d'inflation européenne sont tombés sous 1,20% à l'horizon de 10 ans. Certes, la baisse des coûts de l'énergie devrait soutenir la demande dans les mois à venir mais l'affaiblissement de l'activité transparait dans toutes les enquêtes. La BCE doit clarifier sa politique de réinvestissement. Les remboursements à venir concernent majoritairement les emprunts publics. Cette configuration tend à amplifier l'écartement des spreads de crédit. Aussi, la BCE pourrait décider de réallouer une partie du programme qu'elle gère directement (achats de dettes supranationales) afin de diminuer réduire ces écarts. Le financement bancaire est l'autre aspect majeur de la politique monétaire à venir. Les TLTROs devront être prolongées compte tenu de la difficulté des banques à leur substituer un financement de marché. Dans un monde idéal, il faudrait encourager les banques à émettre sur le marché sans risquer la crise de liquidité,

et ce, dès le premier semestre de 2019. Or 519 banques ont participé au premier TLTRO-II pour un montant total proche de 400mds €. La BCE n'aura d'autre choix que de prolonger ces opérations malgré le conflit évident entre les objectifs de politique monétaire et sa mission de supervision bancaire. Ainsi, une nouvelle baisse de l'euro n'est paRisk aversion s à exclure.

Dans ce contexte, les taux allemands resteront bas et proches de leur valeur d'équilibre estimée à 0,38%. La neutralité est recommandée. Le rally obligataire italien nous laisse circonspect tant les risques paraissent élevés. Nous préférons les emprunts souverains espagnols et portugais. La tendance reste à l'élargissement de spreads de crédit. Le spread moyen noté investment grade ressort à 148pb contre Bund. Les financières subordonnées, les secteurs cycliques (autos, biens d'équipement) et l'énergie affichent les plus mauvaises performances en novembre. L'aversion pour le risque en hausse engendre des sorties continues des fonds investis sur le high yield. Le marché européen s'échange à un spread moyen de 470pb, au plus haut de l'année.

## Le marché trop optimiste sur la Fed ?

Aux Etats-Unis, les enquêtes de conjoncture préfigurent une croissance annualisée de l'ordre de 2,5 à 3% au quatrième trimestre. La chute des prix de l'essence réduira l'IPC de novembre de 0,35% et constituera un fort soutien à la consommation. Cependant, la baisse de l'or noir, accentuée par la liquidation des positions spéculatives en pétrole, pèse sur les valeurs de l'énergie en bourse, les points morts d'inflation américaine et le high yield en dollars. La diminution mécanique de l'inflation vers 1,5% courant 2019 a provoqué une baisse des prévisions de taux de la Fed implicites dans les contrats à terme. Le marché n'intègre pas tout à fait le mouvement de décembre et n'anticipe plus que deux hausses en 2019. Or, Jerome Powell n'a aucune raison de précipiter l'arrêt du cycle monétaire alors que la croissance demeure supérieure au potentiel et que la diminution de l'inflation provient d'un effet d'offre favorable à l'activité. Le positionnement vendeur des comptes spéculatifs, le risque de shutdown en décembre et le contexte politique international militent pour une approche constructive sur le T-note. Nous conservons une surexposition en sensibilité aux taux américains. En outre, la hausse continue du levier financier des entreprises américaines dégrade les perspectives du marché du crédit. L'indice de crédit synthétique CDX IG s'écarte de 11pb en novembre à 80pb.

Enfin, sur le marché des changes, le dollar retrouve sa qualité de valeur refuge en complément des marchés de taux. L'euro-dollar s'échange vers 1,135\$ et le sterling cote 1,283\$. Les devises latino-américaines (BRL, MXN, ARS) apparaissent fragiles.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	+1	+6	+6
EUR Bunds 10a	0.36%	-1	+1	-7
EUR Bunds 2s10s	93 bp	-3	-5	-12
USD Treasuries 2a	2.83 %	+5	+3	+95
USD Treasuries 10a	3.07 %	+0	-1	+66
USD Treasuries 2s10s	23 bp	-4	-4	-29
GBP Gilt 10a	1.41 %	+3	+3	+22
JPY JGB 10a	0.09 %	-1	-2	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	38 bp	-3	-1	+2
Italie	291 bp	-32	-19	+132
Espagne	120 bp	-8	-1	+6
Inflation Points-morts (10a)	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	115 bp	-7	-14	-28
USD TIPS	197 bp	-3	-10	-2
GBP Gilt Indexés	317 bp	-8	+4	+11
EUR Indices Crédit	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	145 bp	+6	+22	+59
EUR Agences OAS	59 bp	+0	+2	+21
EUR Obligations sécurisées OAS	61 bp	+1	+4	+21
EUR High Yield Pan-européen OAS	470 bp	+21	+77	+176
EUR/USD Indices CDS 5a	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	79 bp	0	+2	+34
iTraxx Crossover	330 bp	+5	+26	+98
CDX IG	80 bp	+3	+10	+31
CDX High Yield	417 bp	+6	+31	+110
Marchés émergents	26-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	399 bp	+16	+42	+114
Devises	26-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.133	-0.4	-0.5	-5.61
GBP/USD	\$1.282	+0.17	+0.11	-5.14
USD/JPY	¥113.56	-0.76	-0.97	-0.77
Matières Premières	26-nov.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$60.7	-\$6.1	-\$17.0	-\$2.6
Or	\$1 222.9	\$0.8	-\$3.7	-\$79.9
Indices Actions	26-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 659	-2.81	0.03	-0.53
EuroStoxx 50	3 173	0.39	1.21	-9.45
CAC 40	4 995	0.19	0.56	-5.98
Nikkei 225	21 812	0.61	2.96	-4.19
Shanghai Composite	2 576	-4.72	-0.89	-22.11
VIX - Volatilité implicite	19.83	9.32	-17.92	79.62

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)