

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

10 décembre 2018 /// n°30-2018

La purge

Points clés

- **Nouveau plongeon des actions en Europe et aux Etats-Unis**
- **Le sterling décroche après le report du vote au Parlement britannique**
- **Le T-note sous 2,85%, le Bund à 30 ans au plus bas depuis 2017**
- **Draghi attendu cette semaine**
- **Elargissement continu des spreads de crédit**

Le répit aura été de courte durée sur les marchés d'actions occidentaux. Le S&P retouche ses points bas et les indices européens chutent de plus de 5% en cinq séances. Le Nikkei plonge de 6% mais Shanghai résiste (-2,8%).

Le repli vers l'actif sans risque porte le T-note vers 2,85% et le Bund à 0,25% en amont du vote du Parlement britannique au sujet du Brexit, qui sera finalement reporté. L'aplatissement de la courbe des taux est marqué en zone euro. Le 30 ans allemand s'échange sous 0,90% au plus bas depuis 2017. Les spreads souverains restent relativement stables.

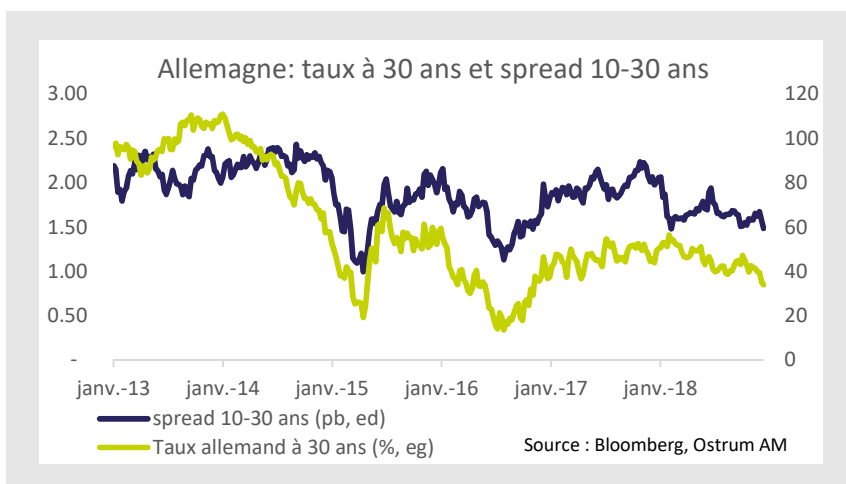
Les marchés du crédit se dégradent notamment aux Etats-Unis. Les allocataires ont basculé vers les Treasuries au détriment du crédit, des prêts

bancaires et du high yield. En Europe, les intervenants utilisent les indices en couverture de leur exposition aux obligations d'entreprise. L'iTraxx IG cote 85pb, le Crossover, aux alentours de 350pb, s'élargit de 26pb sur une semaine.

La dette émergente s'échange autour de 400pb accusant un léger écartement durant le rally du T-note.

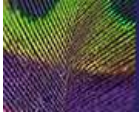
Le sterling plonge après le report du vote parlementaire sur le Brexit. Le yen japonais profite aussi de l'aversion pour le risque. Le dollar australien intègre la possibilité d'une baisse des taux l'an prochain. Parallèlement, l'attentisme de la BoC pèse sur le CAD.

Le graphique de la semaine



Le repli vers l'actif sans risque a poussé les taux à long terme en Allemagne sous le seuil de 1%. Le taux à 30 ans est au plus bas depuis plus d'un an.

Le spread 10-30 ans s'est réduit et la courbe s'est globalement aplatie. Ce mouvement traduit peut-être des anticipations d'une extension des maturités ciblées par la BCE lors des réinvestissements des flux liés au QE en 2019.



Draghi navigue à vue

La tâche de Mario Draghi s'annonce ardue cette semaine. Il s'agira de rassurer les marchés financiers après une période de fortes turbulences, de tensions internationales (G20, Brexit) et de crise politique intérieure (Italie, France) sans risquer de relancer la guerre des monnaies en pointant les risques extérieurs. Le ralentissement économique en zone euro s'intensifie et oblige désormais la BCE à abaisser ses projections de croissance pour 2019, voire au-delà. Le gouvernement Conte revoit ses projections de privatisations pour abaisser la virgule du déficit mais l'essentiel est ailleurs avec l'entrée en récession de l'Italie au 3T18. L'inflation baissera en réponse à la chute du pétrole, que l'OPEP peine à enrayer malgré l'annonce d'une baisse de production d'1,2mbpj. La virgule de l'inflation projetée pour 2021 fait déjà trembler les marchés, tant elle semble conditionner la hausse des taux prévue après l'été 2019. Sur le plan opérationnel, la BCE insistera sur le caractère flexible de sa politique de réinvestissement. Le déséquilibre des tombées (162mds € à réinvestir sur 12 mois) favorable aux emprunts publics pourrait être corrigé au profit des obligations d'entreprise. Contrairement aux opérations des Banques nationales en dette souveraine locale, les flux liés aux avoirs en dettes supranationales pourraient être redéployés de façon discrétionnaire par la BCE. Quant à la question des TLTROs, le sempiternel « on n'en a pas discuté » s'imposera probablement afin de laisser aux banques le temps d'évaluer leur accès au marché de la dette (senior, covered, NPS...) à long terme. Les paramètres des TLTROs (taux fixe ou variable, maturité, part du bilan maximum à financer) sont cependant difficiles à calibrer. Au total, 514 banques sont concernées par l'échéance de juin 2020 qui représente près de 400mds € d'emprunts. La grande majorité de ces banques n'aura sans doute pas l'accès au marché requis pour rouler ce passif. Cela mettra la BCE en porte-à-faux par rapport à sa mission de supervision bancaire.

Le marché teste la crédibilité de la Fed

Aux Etats-Unis, les prochaines semaines seront instructives quant à la capacité de la Fed à rester crédible plus d'un semestre. Les marchés financiers ont déjà effacé 2 des 3 hausses de taux prévisibles en 2019 anticipant ainsi la remise en place du *put* de la Fed. Une petite phrase laissant présager une pause serait du meilleur effet pour assurer une trêve des confiseurs sans heurts. Il n'y a pourtant aucune raison objective de dévier de la trajectoire de hausses des taux. Le chômage est au plus bas depuis 50 ans (3,7%) et que les enquêtes tutoient les sommets cycliques (ISM, confiance des ménages). L'inflation va baisser (1,5% mi-2019) sous l'effet des prix de l'énergie. Cette baisse est expansionniste malgré le redressement spectaculaire des exportations de produits pétroliers. Si le S&P 500 continue de plonger, « l'incertitude » justifiera un changement de cap, surtout si Mario

Draghi craque. C'est la principale raison de l'inertie des taux face aux bonnes nouvelles conjoncturelles. Les conférences de presse, prévues à chaque réunion désormais, rendent *de facto* la politique de taux moins automatique et augmente la probabilité d'une pause. La politique bilanciale n'en demeure pas moins nébuleuse. La contraction du bilan est moins forte qu'envisagé initialement.

Biais long en sensibilité

Sur les marchés de taux, la dynamique est haussière aux Etats-Unis en raison de réallocations favorables aux Treasuries et aux emprunts des municipalités. Les investisseurs finaux vendent les fonds investis en prêts bancaires, en high yield et plus généralement en crédit. Les positions non-commerciales en dérivés se sont nettement réduites depuis septembre, de sorte que la consensus vendeur a disparu. On observe un mouvement homogène de baisse des rendements de 15pb environ sur toute la courbe. Le T-note s'échange sous 2,85%. Cette tendance devrait se poursuivre tout en favorisant une pentification du segment 10-30 ans. La dernière émission de 30 ans s'était soldée par le plus faible ratio de couverture depuis 2009.

En zone euro, le Bund cote 0,25%. La dynamique cyclique soutient la dette allemande et aplatit la courbe des taux. Le 30 ans allemand est tombé sous 0,90%, sans entraîner les taux néerlandais ou finlandais aussi bas. Les spreads souverains sont relativement inertes. On note toutefois un élargissement de l'OAT (45pb à 10 ans) en réaction à la crise sociale qui se traduira par un relâchement du budget. Les spreads des BTPs italiens intègrent un scénario optimiste de détente progressive. La prime à 10 ans se situe autour de 285pb. La question politique est essentielle pour comprendre la dynamique du Gilt. Theresa May s'expose à une motion de censure alors qu'un rejet de l'accord signé par l'UE semble inévitable. La neutralité est recommandée sur le Gilt.

Sur les marchés d'actions, la volatilité s'installe. Le S&P teste de nouveau ses plus bas après la fausse bonne nouvelle d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Les valeurs de petites capitalisations américaines ont effacé près de 3 ans de surperformance face aux grands indices. Le secteur financier, la technologie et les matériaux de base décrochent une nouvelle fois alors que les services publics sont dans le vert (+1,4%) cette semaine. On note des rotations géographiques favorables à l'Asie hors Japon. Shanghai, qui se traite à moins de 10x les bénéfices de 2019, baisse moins que les marchés occidentaux. En Europe, les investisseurs finaux restent méfiants. Les financières (à l'exception des foncières) payent un lourd tribut à la rechute des taux obligataires. Les cycliques dont l'automobile chutent aussi lourdement sous-performant les indices de plus de 3% sur la semaine.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+3	+2	+5
EUR Bunds 10a	0.25%	-6	-16	-18
EUR Bunds 2s10s	82 bp	-9	-18	-23
USD Treasuries 2a	2.72 %	-10	-20	+84
USD Treasuries 10a	2.86 %	-11	-32	+46
USD Treasuries 2s10s	14 bp	-1	-12	-38
GBP Gilt 10a	1.2 %	-11	-29	+1
JPY JGB 10a	0.04 %	-4	-8	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	45 bp	+6	+7	+9
Italie	285 bp	+1	-14	+126
Espagne	120 bp	+1	+0	+6
Inflation Points-morts (10a)	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	112 bp	-5	-19	-31
USD TIPS	188 bp	-8	-17	-10
GBP Gilt Indexés	330 bp	+2	+16	+24
EUR Indices Crédit	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	155 bp	+6	+30	+69
EUR Agences OAS	63 bp	+3	+8	+25
EUR Obligations sécurisées OAS	67 bp	+3	+10	+27
EUR High Yield Pan-européen OAS	507 bp	+22	+116	+213
EUR/USD Indices CDS 5a	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	87 bp	+8	+16	+43
iTraxx Crossover	355 bp	+31	+61	+122
CDX IG	82 bp	+8	+16	+33
CDX High Yield	427 bp	+42	+59	+121
Marchés émergents	10-déc.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	398 bp	+3	+45	+113
Devises	10-déc.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.135	+0.09	+0.96	-5.43
GBP/USD	\$1.255	-1.34	-2.36	-7.15
USD/JPY	¥113.19	-0.37	+0.53	-0.44
Matières Premières	10-déc.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$60.7	-\$1.0	-\$9.7	-\$2.2
Or	\$1 243.1	\$3.0	\$39.8	-\$59.7
Indices Actions	10-déc.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 617	-5.19	-5.90	-2.12
EuroStoxx 50	3 017	-6.16	-6.58	-13.90
CAC 40	4 742	-6.17	-7.14	-10.73
Nikkei 225	21 220	-6.00	-4.63	-6.79
Shanghai Composite	2 585	-2.64	-0.55	-21.85
VIX - Volatilité implicite	24.29	47.75	39.92	120.02

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