

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

14 janvier 2019 /// n°2-2019

Brexit : Theresa May dos au mur

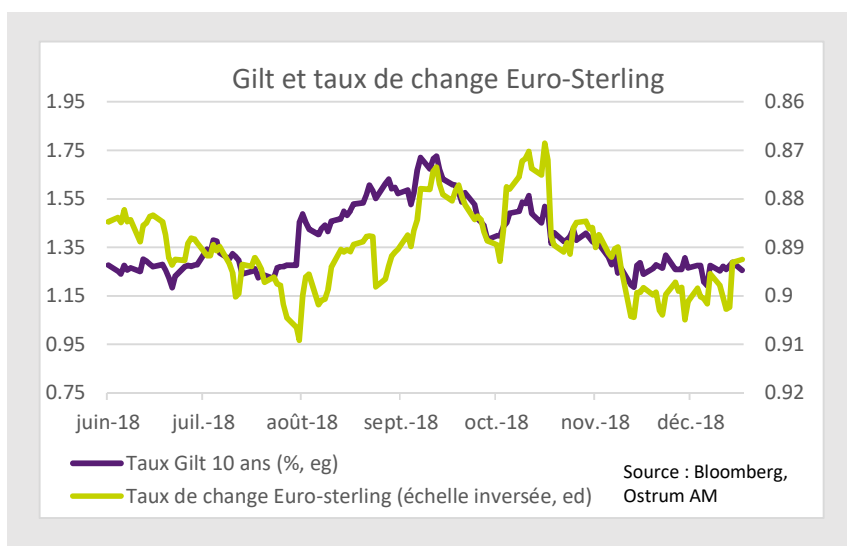
Points clés

- **Le Brexit ou la boîte de Pandore**
- **Les taux restent bas, pentification du 10-30 américain**
- **Retour progressif sur les actifs risqués**
- **Les valorisations permettent un rebond des actions**
- **Net resserrement du high yield et des spreads émergents**

L'attention des marchés financiers va se tourner vers Londres où l'accord négocié par Theresa May à l'automne sera enfin soumis au vote du Parlement. Face au risque élevé de rejet, le rebond du sterling au-delà d'1,28\$ étonne. La baisse des taux sans risque traduit l'anxiété des intervenants d'autant que le ralentissement européen et le shutdown s'installent dans la durée. Le T-note s'échange à 2,7%. Les actions américaines (+2,5%) ont néanmoins progressé la semaine passée anticipant une issue favorable dans le conflit commercial

opposant la Chine et les Etats-Unis. Le rebond du brut améliore les points morts d'inflation. En zone euro, l'euro a brièvement dépassé 1,15\$. Les swap spreads se tendent sur l'échéance 10 ans et les BTPs italiens restent sous pression. Cependant, les succès des syndicats portugaise et irlandaise resserrent leurs spreads. Le courant vendeur s'atténue sur le high yield en zone euro. Les spreads reviennent sous 500pb. Les émergents entament 2019 sur une note positive grâce à l'attentisme de la Fed.

Le graphique de la semaine



Le vote du parlement au sujet de l'accord de Brexit est déterminant pour les marchés britanniques.

L'espoir d'une sortie ordonnée avait permis un rebond des rendements à 10 ans vers 1,75% au plus haut et une appréciation du change à 87GBP pour un euro.

Un vote défavorable devrait affaiblir le change et faire diminuer les taux avec un risque de pentification lié à une possible révision haussière des anticipations d'inflation.



Brexit : semaine déjà décisive

Le vote au Parlement britannique sur l'accord négocié par Theresa May avec les 27 à l'automne dernier aura lieu mardi. Le vote aurait dû se tenir en décembre mais l'absence de majorité avait contraint May à un report d'un mois. Un rejet du plan apparaît très probable. Les conséquences d'une telle décision sont difficiles à appréhender. Une défaite avec une marge importante pousserait sans doute Theresa May à la démission. Une partie du Parlement agit pour stopper le processus du Brexit, d'autres disent assumer une sortie sans accord. De son côté, l'UE n'envisage pas de revenir sur le texte ratifié par les 27. Le Parlement britannique cherchera néanmoins à arracher quelques concessions. Peut-être sans succès. L'idée d'un référendum sur les conditions de sortie (plan négocié ou 'hard Brexit') est aussi évoquée par la première ministre. L'incertitude politique reste un facteur de risque majeur pour les marchés financiers.

Aux États-Unis, le shutdown entame sa quatrième semaine. La fermeture partielle du gouvernement a un impact économique croissant. Certaines dépenses fédérales sont suspendues d'où une perte d'activité pour nombre de prestataires. Au total, 800k fonctionnaires se trouvent au chômage technique sans salaire. L'administration fiscale tourne au ralenti avec la mise au chômage de 80% des employés. Or, le trop-perçu fiscal est remboursé aux ménages en janvier-février traditionnellement. Pour ces raisons, un décalage de trésorerie pourrait provoquer une hausse des défauts de paiements et un ralentissement de la demande des ménages.

En zone euro, le ralentissement prend de l'ampleur. La production industrielle plonge dans les quatre grandes économies de l'union monétaire conformément au message des enquêtes. On ne peut exclure une récession technique à court terme.

En Chine, la croissance économique faiblit. La baisse à venir du taux de réserves obligatoires constitue un premier geste d'assouplissement monétaire, qui s'avérera insuffisant pour inverser la dynamique de la demande interne (visible dans les derniers chiffres d'importations, d'investissement productif ou de ventes au détail). Les négociations en cours avec les États-Unis interdisent l'emploi d'une politique plus agressive pouvant déprécier le renminbi.

Taux bas et retour progressif sur les actifs risqués

Le niveau des taux longs témoigne de l'aversion pour le risque des intervenants. La prudence de la Fed transparait dans les minutes et accredit le scénario d'une pause (de six mois ?) dans le cycle monétaire. Le 10 ans américain évolue autour de 2,70% et le Bund (février 2019) s'échange juste au-dessus de 0,20%. Les valorisations peu attrayantes limitent le potentiel de baisse des taux malgré le contexte politique troublé (et l'absence de catalyseur pour une remontée vers les

valeurs d'équilibre de 3,16% et 0,51% respectivement). Les swap spreads se sont logiquement élargis au-delà de 60pb à 10 ans en zone euro. Pour les mêmes raisons, il est trop tôt pour envisager un resserrement. Les sondages d'investisseurs laissent cependant entrevoir un début de débouclage de positions sur les taux. L'essentiel des réallocations des actions vers les produits de taux est en effet achevé après les forts mouvements entre octobre et décembre. Dans ce contexte, la neutralité prévaudra sur les taux. Les spreads 10-30a devraient continuer à s'élargir, en particulier aux États-Unis. Les taux britanniques baisseraient en cas de rejet du plan, l'ampleur restant dépendante de la réaction concomitante du taux de change. Une pentification de la courbe n'est pas à exclure si l'inflation anticipée accélère. Concernant les emprunts souverains, les syndications d'emprunts irlandais et portugais à 10 ans ont rencontré une forte demande de 18 et 24mds € respectivement. Les deux agences ont levé 4 mds €, soit environ un quart de leurs programmes annuels respectifs. Dans les prochaines semaines, l'Espagne devrait lancer une syndication (10 ans ?) d'autant que 18mds € de remboursements sont prévus fin janvier.

La saison des publications de résultats s'ouvre aux États-Unis. Les avertissements sur les bénéfices des stars de la cote ont pesé sur les marchés au cours des dernières semaines de 2018. Le rebond du S&P (+3,5% en 2019) mené par les cycliques est encourageant d'autant que le récent abaissement des perspectives de résultats laisse entrevoir des surprises haussières. Le PER 2019 se situe autour de 15x, même si d'autres métriques (CAPE) paraissent encore loin des niveaux d'achats. En Europe, la sensibilité à l'euro passé brièvement au-delà de 1,15\$ a fragilisé le rebond des marchés la semaine passée. L'Euro Stoxx 50 s'inscrit en hausse de 1,5% en 2019. On note la surperformance des secteurs massacrés l'an passé comme l'automobile et les ressources de base dont les PE s'échelonnent entre 6 et 7x. Les BPA sont attendus en hausse de 8% cette année avec un net rebond de la profitabilité des industrielles (+14%), des valeurs de technologie (+17%) et de certains secteurs défensifs.

Sur le crédit, l'intérêt des allocataires s'améliore compte tenu des primes d'émission et de l'ajustement du marché secondaire. Les flux vendeurs sur les ETFs s'estompent. Le spread moyen des obligations d'entreprise ressort à 160pb. Les financières soumises à l'incertitude quant au renouvellement des TLTROs restent décotées. Le regain d'intérêt pour le high yield en zone euro (496pb) permet un resserrement de 36pb sur la semaine. La classe d'actifs est désormais en surperformance en 2019 après un démarrage difficile.

Enfin les marchés émergents attirent de nouveau les flux finaux. La pause dans le cycle de resserrement de la Fed et la baisse induite du dollar continue de soutenir la classe d'actifs, dont les spreads sont repassés sous 400pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.6 %	-1	+1	+1
EUR Bunds 10a	0.23%	+1	-2	-1
EUR Bunds 2s10s	83 bp	+2	-4	-3
USD Treasuries 2a	2.53 %	-1	-20	+4
USD Treasuries 10a	2.7 %	+1	-19	+2
USD Treasuries 2s10s	17 bp	+1	+1	-3
GBP Gilt 10a	1.3 %	+4	+6	+2
JPY JGB 10a	0.02 %	+3	-2	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	41 bp	-10	-5	-6
Italie	261 bp	-7	-7	+11
Espagne	119 bp	-9	+3	+1
Inflation Points-morts (10a)	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	105 bp	+7	-7	+6
USD TIPS	183 bp	+5	0	+11
GBP Gilt Indexés	327 bp	+3	-5	+10
EUR Indices Crédit	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	160 bp	+1	+4	+8
EUR Agences OAS	66 bp	+1	+2	+6
EUR Obligations sécurisées OAS	71 bp	+4	+3	+8
EUR High Yield Pan-européen OAS	496 bp	-36	-21	-17
EUR/USD Indices CDS 5a	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	82 bp	-5	+2	-6
iTraxx Crossover	342 bp	-5	+7	-11
CDX IG	78 bp	-3	0	-10
CDX High Yield	408 bp	-9	-7	-43
Marchés émergents	14-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	390 bp	-14	-7	-25
Devises	14-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.148	+0.07	+1.51	+0.22
GBP/USD	\$1.289	+0.87	+2.4	+1.09
USD/JPY	¥108.18	+0.4	+4.82	+1.37
Matières Premières	14-janv.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$59.8	\$2.5	-\$0.6	\$6.0
Or	\$1 291.7	\$3.4	\$52.7	\$10.2
Indices Actions	14-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 585	1.39	-0.57	3.12
EuroStoxx 50	3 055	0.71	-1.21	1.79
CAC 40	4 763	0.92	-1.87	0.68
Nikkei 225	20 360	4.08	-4.75	1.72
Shanghai Composite	2 536	0.11	-2.24	1.68
VIX - Volatilité implicite	19.14	-10.56	-11.51	-24.70

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