

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

21 janvier 2019 /// n°3-2019

Hausse des marchés malgré les obstacles politiques

Points clés

- **Brexit, shutdown: aucune issue à court terme ?**
- **Embellie sur les marchés financiers**
- **Le 10 ans américain remonte vers 2,80%**
- **Retour de l'appétit pour le crédit européen**
- **Les spreads émergents en baisse de 50pb depuis le 3 janvier**

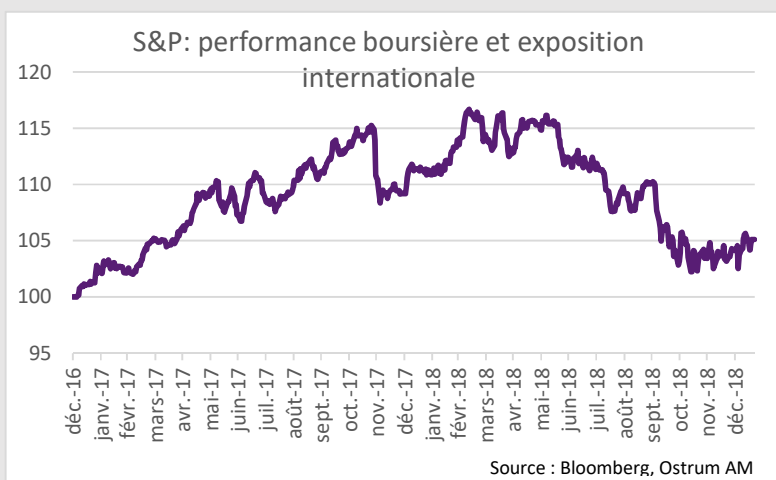
Les marchés d'actifs risqués poursuivent leur embellie. Les actions sont soutenues par l'espoir d'une détente entre la Chine et les Etats-Unis, voire une suspension des tarifs américains. Les marchés asiatiques connaissent ainsi une embellie. Shanghai progresse de 4% cette année. Le S&P 500 affiche un gain de 6,5% en janvier grâce aussi aux publications de résultats, plutôt favorables en dehors du secteur des banques d'investissement.

En zone euro, les gestions diversifiées redondèrent le crédit. Les spreads sur le high yield baissent également de plus de 40pb depuis le début de

l'année. Les spreads souverains étaient globalement bien orientés. En parallèle, la dette externe émergente cote autour de 370pb contre Treasuries après un sommet au-delà de 420pb le 3 janvier. La pause dans le cycle monétaire américain soutient la classe d'actifs.

Le dollar se raffermi grâce à la remontée des taux obligataires. Les rendements sur les maturités à 2-5 ans repassent au-dessus de 2,60%. L'euro perd 1% face au billet vert sur la semaine écoulée. La BCE prendra sans doute acte du ralentissement lors de sa réunion prévue jeudi.

Le graphique de la semaine



Les tensions internationales ont un impact en termes de performances boursières.

Le graphique ci-joint décrit la performance relative des sociétés du S&P en fonction de la provenance de leurs chiffres d'affaires. Une hausse indique une surperformance des sociétés les plus internationalisées.

Après plusieurs mois de tensions protectionnistes entre avril et septembre 2018, la tendance s'est inversée au cours du 4t 2018 et semble se confirmer en début d'année 2019.



Chine : PIB à 6,4%

La croissance s'établit à 6,4% sur un an selon l'institut de statistiques chinois. Sur l'ensemble de l'année, l'activité progresse de 6,6%. Pourtant plusieurs éléments suggèrent une dégradation marquée. Les recettes fiscales ont fléchi en novembre à -2% contre +4% en septembre. Les baisses d'impôts mises en œuvre au 4^t (0,5pp de PIB) expliquent certes une partie de la décollecte mais la chute paraît brutale. La consommation durable, dont l'automobile, est en berne. La croissance de l'investissement productif (dépenses d'équipement) se situe entre 0 et 3% sur un an. L'investissement direct étranger plonge sur les trois derniers mois (-15,8% en moyenne sur 3 mois). Le commerce extérieur s'est fortement contracté en décembre après les chiffres en trompe l'œil d'octobre-novembre. En outre, les défauts de paiement des entreprises privées ont quadruplé en 2018 à 120mds CNY par rapport à 2017. La lutte contre le shadow banking favorise le recours aux émissions obligataires. Or, comme la vague de défaut le suggère, la qualité de l'information financière chinoise ne semble pas aux standards internationaux. L'autre indice de stress financier provient de la PBoC. La politique monétaire s'est nettement assouplie : l'encours des repos à 7 jours a sensiblement augmenté contribuant à une forte baisse des taux courts en CNY. C'est aussi une arme dans la négociation avec les américains alors que le RMB a repris 2,4% depuis fin novembre.

Le shutdown perdure

Le shutdown gouvernemental entre dans sa cinquième semaine. Son impact sur l'activité va sans doute s'accélérer. L'insuffisance d'épargne de précaution des ménages engendrera probablement une hausse des défauts de paiement (cartes de crédit, voitures). La confiance qui avait résisté à la chute de la bourse fléchit. Dans le secteur manufacturier, les indices des Fed régionales sont contradictoires, en repli à New York mais plus fort à Philadelphie grâce aux nouvelles commandes. La construction résidentielle consolide après la baisse du mois précédent. Le beige book rapporte toujours des tensions sur le marché du travail et l'incertitude forte liée aux négociations commerciales dans l'impasse avec la Chine.

Le ralentissement économique prend de l'ampleur en zone euro. La production industrielle se contracte de 3,3% en novembre. L'inflation diminue à 1,6% en décembre avec un indice sous-jacent inchangé à 1%. Mario Draghi devrait souligner ce retournement et l'inertie des prix pour enfin évoquer des mesures de soutien comme la prolongation des TLTROs. Au Royaume-Uni, l'imminence du Brexit pèse sur l'immobilier et la demande de crédit des ménages comme des entreprises. Là aussi, le risque de rupture du cycle est réel, d'autant que le plan B de Theresa May reste nébuleux.

Fort rebond des marchés boursiers

La hausse des actions atteint 6,5% en 2019 aux Etats-Unis (S&P 500). L'espoir d'un accord commercial profite aux actions des entreprises les plus internationalisées dans les derniers échanges. En outre, le retour à la moyenne mobile de 50 jours constitue un signal haussier important pour les gestions CTAs, susceptibles d'accélérer le mouvement. La baisse de la volatilité induira des réallocations de la part des fonds risk-parity. Malgré des déceptions (concernant notamment les grandes banques), la croissance trimestrielle des BPA dépasse 15% après le premier tiers des publications. Les ventes progressent en moyenne de 7% (technologie, industrie, santé en tête). L'embellie se traduit par une amélioration des flux d'allocation, y compris en Europe malgré une conjoncture morose. Les gestions américaines restent toutefois hésitantes à se repositionner sur le vieux continent malgré des valorisations attrayantes à 11x les résultats 2019.

Avec le rebond des actions, le T-note s'ajuste. Le 10 ans se rapproche de 2,80% mais le shutdown, la probable pause dans le cycle monétaire et, dès le 1^{er} mars, la réinstauration du plafond de la dette limitent le potentiel haussier. Nous privilégions la neutralité en duration sur les Treasuries. La pentification du spread 10-30 ans reste la tendance malgré le retracement récent. Sur le Bund, les valorisations (valeur d'équilibre à 0,51%) militent pour une remontée des taux mais la croissance en berne et le tournant probablement accommodant de la politique de la BCE maintiendra un plafond sur les rendements. La situation est favorable aux spreads souverains. Le succès de syndication en Italie avec plus de 40mds € de demande pour le nouvel emprunt à 15 ans contribue à réduire les spreads. L'Espagne suivra prochainement avec une transaction à 10 ans. L'émission devrait approcher 9 mds €. Les Bonos s'échangent autour de 110pb.

L'intérêt des investisseurs pour le crédit européen se redresse après plusieurs mois de décollecte. Les primes à l'émission demeurent conséquentes. Elles devraient se normaliser avec le retour des flux sur le marché secondaire. Les spreads moyens (153pb) se réduisent de 7pb avec une détente plus forte sur les émissions des financières (-10pb). Le high yield se resserre de 24pb à 472pb contre Bund. Les signaux techniques annoncent une poursuite du resserrement sur les indices. L'iTraxx Crossover cote 324pb alors que le spread s'échangeait à 366pb le 3 janvier dernier.

L'environnement favorable aux actifs risqués et le redressement des cours pétroliers poussent à la hausse les marchés de dette émergente en dollars. Le spread s'échange plus de 50pb sous ses sommets récents. Des incertitudes demeurent mais la stabilité des taux aux Etats-Unis réactivent les stratégies de portage sur la dette émergente de bonne qualité.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+1	+2	+3
EUR Bunds 10a	0.26%	+2	+1	+1
EUR Bunds 2s10s	84 bp	+1	-1	-1
USD Treasuries 2a	2.61 %	+8	-3	+13
USD Treasuries 10a	2.78 %	+8	-1	+10
USD Treasuries 2s10s	17 bp	+0	+2	-3
GBP Gilt 10a	1.32 %	+3	+0	+5
JPY JGB 10a	0.01 %	-1	-4	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	40 bp	-1	-5	-7
Italie	250 bp	-11	-8	+0
Espagne	111 bp	-8	-4	-6
Inflation Points-morts (10a)	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	103 bp	-3	+0	+3
USD TIPS	182 bp	+2	+6	+11
GBP Gilt Indexés	316 bp	-11	-5	-1
EUR Indices Crédit	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	153 bp	-7	+2	+1
EUR Agences OAS	64 bp	-2	+2	+4
EUR Obligations sécurisées OAS	69 bp	-1	+3	+6
EUR High Yield Pan-européen OAS	472 bp	-24	-29	-41
EUR/USD Indices CDS 5a	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	76 bp	-6	-13	-13
iTraxx Crossover	319 bp	-23	-35	-35
CDX IG	72 bp	-6	-18	-15
CDX High Yield	383 bp	-25	-88	-67
Marchés émergents	21-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	370 bp	-20	-25	-45
Devises	21-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.137	-0.21	-0.39	-0.75
GBP/USD	\$1.289	+1.22	+1.33	+1.1
USD/JPY	¥109.64	-0.93	+0.67	+0.02
Matières Premières	21-janv.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$62.6	\$3.6	\$8.5	\$8.8
Or	\$1 280.2	-\$7.9	\$11.8	-\$1.4
Indices Actions	21-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 671	2.87	10.51	6.54
EuroStoxx 50	3 125	2.29	4.15	4.12
CAC 40	4 868	2.21	3.69	2.90
Nikkei 225	20 719	1.77	2.74	3.52
Shanghai Composite	2 611	2.95	3.75	4.68
VIX - Volatilité implicite	17.80	-2.14	-40.88	-29.98

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