

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 février 2019 /// n°6-2019

Brexit, commerce : la stratégie de l'échec

Points clés

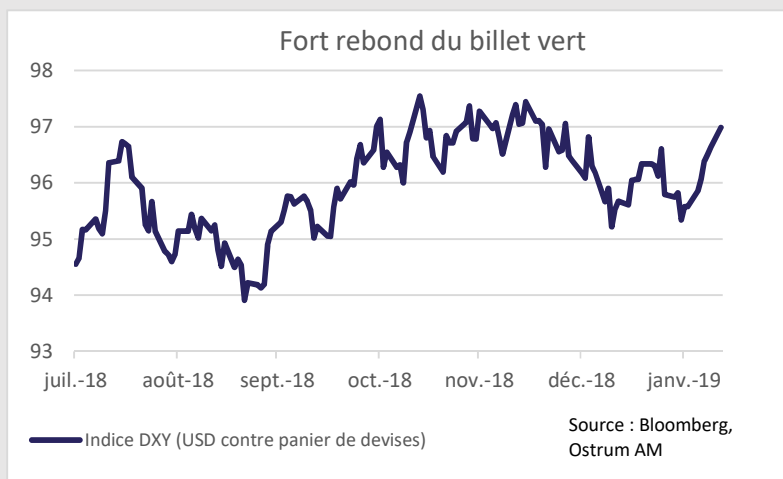
- **La Commission Européenne abaisse ses prévisions de croissance**
- **Le Bund vers 0,10%, les actions marquent le pas**
- **Net rebond du billet vert**
- **Chine-Etats-Unis : les discussions reprennent cette semaine**
- **Les allocataires plébiscitent les émergents et le high yield**

Les marchés d'actions européennes ont reflué la semaine passée après un début d'année en trombe. Les projections de croissance ont été revues, ce qui a motivé un repli vers le Bund. L'emprunt allemand cote 0,10%. Les spreads italiens sont sous pression après l'émission d'une obligation à 30 ans. Les rumeurs d'élections anticipées en Espagne pèsent aussi sur les Bonos. Le crédit se resserre mais accuse quelques prises de profit en fin de semaine. Le spread moyen sur l'IG en zone euro ressort à 139pb (-13pb en 2019). Le high yield et la dette émergente ont attiré de nombreux flux ces dernières semaines, ce qui peut expliquer le léger retracement

en fin de semaine dans le sillage des actions. Le Gilt subit l'impasse des négociations sur le Brexit. Le 10 ans britannique tombe sous 1,20%.

Aux Etats-Unis, le risque d'un nouveau shutdown dès vendredi et les négociations commerciales avec la Chine occupent les esprits. Un accord semble peu probable avant le 1^{er} mars puisque Trump et Xi n'ont pas prévu de se rencontrer. Le T-note (2,65%) suit les emprunts européens. Shanghai bondit néanmoins de 2% alors que le dollar s'apprécie contre toute devise.

Le graphique de la semaine

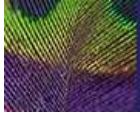


Le dollar américain s'est fortement apprécié la semaine passée. L'indice DXY rejoint pratiquement ses sommets de 2018.

Le statu quo monétaire annoncé par la Fed aurait pu peser sur le billet vert.

Or, la conjoncture médiocre dans le reste du monde et le biais accommodant de la PBoC, la BoJ ou encore la BCE limitent les alternatives au dollar.

Les tractations avec la Chine constituent un soutien au dollar supplémentaire.



Croissance en berne en zone euro

La Commission européenne a revu ses projections pour 2019-2020. Le PIB de la zone devrait croître de 1,3% cette année (contre 1,9% précédemment) et 1,6% à l'an prochain. Les révisions les plus fortes concernent l'Italie (-0,9pp), l'Allemagne (-0,8pp) et les Pays-Bas (-0,8pp). L'économie transalpine poursuit sa dégradation après un second semestre 2018 en contraction. Les enquêtes PMI italiennes sont sous 48 en janvier. La croissance a ainsi été ramenée à 0,2% en 2019, ce qui invalide déjà les projections de recettes fiscales du gouvernement. La croissance allemande déçoit également. L'industrie automobile subit les nouvelles normes environnementales et la menace protectionniste brandie par Donald Trump. L'excédent commercial du pays s'est réduit en fin d'année. Le décrochage de la consommation des ménages témoigne de l'ampleur des effets revenus des taux d'intérêt négatifs. L'économie néerlandaise subit la faiblesse du commerce mondial. Au Royaume-Uni, la BoE projette 1,2% de croissance cette année avec un retour des prix à l'objectif de 2%. La reprise prévue en 2020 laisse perplexe compte tenu des derniers chiffres d'investissement des entreprises (-3,7% au 4t18). Theresa May semble refuser la main tendue de Jeremy Corbyn ouvrant la voie au maintien du RU dans l'union douanière. Le problème du Brexit reste sans solution.

Aux Etats-Unis, la croissance s'est maintenue à un niveau élevé au 4t18. La bonne surprise sur le solde commercial en novembre (liée principalement au pétrole) permet d'envisager une progression de 2,5%a. Cela étant, la réouverture temporaire du gouvernement prend fin le 14 février. Pour éviter un nouveau revers politique, Donald Trump pourrait invoquer l'état d'urgence pour financer la construction du mur. En parallèle, les négociations commerciales avec la Chine sont au point mort avant la visite des officiels du Trésor et du département du commerce en Chine cette semaine. Sans accord, les tarifs douaniers américains monteront à 25% sur 200mds \$ de produits chinois.

Le S&P suspendu au risque de shutdown et aux négociations avec la Chine

L'économie américaine - fermée et très diversifiée - est globalement peu sensible au commerce mondial. Cela étant, le résultat des grandes entreprises cotées en dépend grandement. Le niveau de rentabilité des sociétés américaines est très élevé. La croissance 2018 des BPA atteint en effet 22% avec des hausses de chiffres d'affaires proches de 10%. Cependant, les prévisions pour l'exercice 2019 font état d'un risque de décélération significatif. Les multiples ressortent à 15x les résultats 2019 mais les métriques corrigeant l'effet du cycle demeurent tendues. En outre, toute tension sur le marché du crédit mettrait un frein aux programmes de rachats d'actions, qui ont largement soutenu les cours ces dernières années. La fragilité du cycle américain réside toujours dans les déséquilibres

financiers. Cela explique largement la politique de la Fed, ultra-dépendante des marchés. Le T-note (2,65%) reste sans tendance à court terme. La pentification du spread 10-30 ans devrait cependant se poursuivre.

Pause sur les actions en Europe

En Europe, les marchés ont connu deux séances de prises de profit pour terminer la semaine. Les résultats annuels publiés (40% du total) sont à l'image de la dynamique conjoncturelle interne. La remontée de la rentabilité dans les secteurs liés aux matières premières masque le manque de dynamisme des secteurs liés à la consommation. Le luxe tire néanmoins son épingle du jeu, y compris en Chine où la consommation globale marquait le pas. Les niveaux de volatilité réduits grâce à la « patience » de la Fed motivent ainsi la mise en œuvre de stratégies de couverture après un rebond inespéré des indices en janvier.

Les taux sans risque ont chuté en réaction aux nouvelles projections économiques de la CE. Le Bund à 10 ans s'échange à 0,10%. La tendance reste à la baisse des taux et à l'aplatissement de la courbe après la cassure de points techniques importants sur le Bund. De toute évidence, l'environnement de répression financière n'est pas près de dissiper. Le réinvestissement des tombées du PSPP offre à la BCE une flexibilité inédite dans la conduite de sa politique monétaire. Le poids de l'Italie dans le programme continue de s'écarter de la proportion indiquée par la clé de répartition du capital de la Banque Centrale. L'Italie est justement de nouveau sous pression. Le spread s'est tendu au-delà de 280pb sur l'échéance à 10 ans. Le succès de la syndication de BTP 30 ans (8mds € émis à 3,93%) cache une prime d'émission significative payée par le Trésor (proche de 20pb). Ces taux d'intérêt supérieurs à la croissance potentielle nominale rendent difficile un retour à la solvabilité. L'Espagne (115pb à 10 ans) subit les tensions italiennes et le risque d'élections anticipées. L'opposition exige un scrutin dès 2019 accusant le PSOE du PM Pedro Sanchez de pactiser avec les indépendantistes catalans pour faire passer le budget à l'assemblée. La date du 19 avril 2019 est déjà évoquée.

Forte demande pour le high yield

Les marchés du crédit ont reflué après le resserrement des spreads marqué depuis la mi-janvier. Les flux se sont nettement redressés sur l'investissement grade européen (sous 140pb contre Bund) mais c'est le high yield européen (-55pb en 2019) qui attire la plus forte demande de la part des investisseurs finaux. La dette (360pb) et les actions émergentes sont en forte demande, malgré les prises de profit en fin de semaine. Le statu quo de la Fed favorise la prise de risque. La nouvelle donne monétaire profite également aux MBS alors que l'investissement logement américain montrait des signes de stabilisation au dernier trimestre.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	-1	+1	+3
EUR Bunds 10a	0.12%	-6	-12	-13
EUR Bunds 2s10s	69 bp	-6	-14	-16
USD Treasuries 2a	2.49 %	-5	-6	0
USD Treasuries 10a	2.65 %	-7	-5	-3
USD Treasuries 2s10s	16 bp	-2	+0	-3
GBP Gilt 10a	1.18 %	-10	-11	-10
JPY JGB 10a	-0.03 %	-2	-5	-3
EUR Spreads Souverains (10a)	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	45 bp	+4	+2	-2
Italie	277 bp	+21	+16	+27
Espagne	112 bp	+5	-9	-5
Inflation Points-morts (10a)	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	91 bp	-8	-15	-9
USD TIPS	182 bp	-5	-1	+11
GBP Gilt Indexés	318 bp	-2	-11	+1
EUR Indices Crédit	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	139 bp	-3	-23	-13
EUR Agences OAS	62 bp	+1	-4	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	62 bp	-2	-6	-1
EUR High Yield Pan-européen OAS	458 bp	+0	-54	-55
EUR/USD Indices CDS 5a	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	73 bp	+2	-8	-15
iTraxx Crossover	315 bp	+3	-22	-39
CDX IG	68 bp	+1	-10	-20
CDX High Yield	364 bp	+8	-41	-86
Marchés émergents	11-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	360 bp	+9	-33	-56
Devises	11-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.128	-1.32	-1.65	-1.5
GBP/USD	\$1.287	-1.36	+0.17	+0.94
USD/JPY	¥110.38	-0.43	-1.72	-0.65
Matières Premières	11-févr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$61.0	-\$1.5	\$0.4	\$7.0
Or	\$1 309.4	-\$5.1	\$19.2	\$27.8
Indices Actions	11-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 709	-0.60	4.33	8.05
EuroStoxx 50	3 162	-0.11	2.99	5.34
CAC 40	5 010	0.19	4.77	5.89
Nikkei 225	20 333	-2.19	-0.13	1.59
Shanghai Composite	2 654	2.19	5.53	6.42
VIX - Volatilité implicite	16.27	3.43	-10.56	-36.00

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. 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.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

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.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

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