

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

15 avril 2019 /// n°13-2019

Gare à la complaisance des marchés

Points clés

- **Le report du Brexit réduit la volatilité**
- **Prises de profit sur le Bund et le T-note**
- **Rally des spreads souverains et du crédit**
- **Surperformance des financières**
- **L'euro repasse au-dessus d'1,13\$**

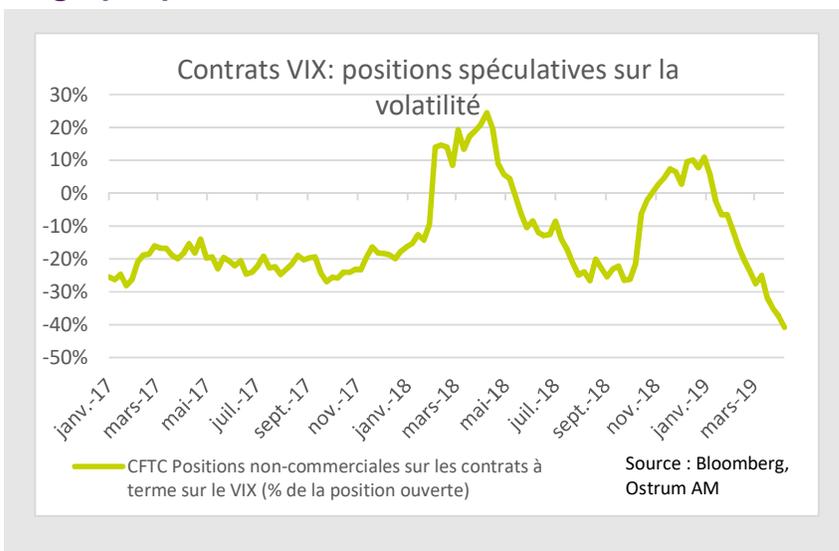
La semaine financière s'est achevée par un rebond des taux d'emprunts d'états dans un environnement qui reste nettement favorable aux actifs risqués. Les principaux marchés boursiers mondiaux progressent d'environ 0,5% sur la semaine. La volatilité se traite au plus bas depuis fin septembre malgré les volumes étriqués. Les premières publications de résultats aux Etats-Unis sont pourtant sans relief.

Sur les marchés de taux, le Bund et le T-note subissent des prises de profit. En zone euro, on observe un peu de pentification sur la courbe des taux. Le report du Brexit ramène le Gilt à 10 ans au-delà d'1,20%. Les spreads souverains se

compliment à l'instar des financières qui surperforment sur les marchés du crédit. Les valorisations ne cessent de se renchérir sur le high yield européen (367pb contre Bund). L'iTraxx Crossover s'échange sous 250pb, un niveau difficilement concevable au regard de la qualité de crédit intrinsèque de l'indice. La dette émergente en dollars (340pb) est recherchée comme en témoigne l'émission obligataire de 12 mds \$ d'Aramco facilitée, il est vrai, par les prix du pétrole élevés.

L'euro passe 1,13\$ mais le billet vert est sans tendance globalement. Le yen traite en bas de fourchette vers 112 pour un dollar.

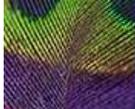
Le graphique de la semaine



Il existe une asymétrie de la volatilité cotée liée à l'aversion pour le risque des investisseurs. Une baisse de la volatilité est généralement associée à une hausse des cours.

Des contrats à terme permettent de s'exposer sur l'évolution de la volatilité implicite (VIX).

Le changement de ton de la Fed a provoqué une accumulation de positions vendeuses de volatilité. Cela traduit une certaine complaisance des intervenants face aux risques économiques et financiers. L'épisode de janvier 2018 a semble-t-il été oublié.



Le FMI abaisse ses prévisions

La hausse des marchés financiers depuis le début de l'année est à contrecourant du ralentissement mondial inscrit dans les dernières prévisions du FMI. Selon l'institution internationale, la croissance mondiale sera de 3,3% cette année avant une inflexion à 3,6% l'an prochain. L'Europe est la région la plus fragile. La zone euro affichera 1,3% de croissance en 2019. Cette prévision paraît même optimiste compte tenu des hypothèses du gouvernement allemand tablant désormais sur un maigre 0,5% outre-Rhin. L'Italie peinera à sortir de la récession. Les projections budgétaires ont été dégradées par le gouvernement Conte. En Chine, la décélération se poursuit vers 6% à l'horizon de 2021. Le risque protectionniste resurgit avec les nouvelles menaces de Trump centrées sur l'Europe. L'UE répliquera dans des proportions similaires (environ 10mds \$ d'importations visées). L'absence d'avancées concrètes dans les négociations avec la Chine a visiblement provoqué ce revirement du côté américain.

L'espoir est néanmoins permis à la lecture de dernières publications. Les exportations chinoises ont rebondi en mars (+14,2% en USD) et l'excédent commercial mensuel atteint de 32mds \$. Les sorties de capitaux nettes se modèrent grâce au redressement des investissements directs étrangers. L'assouplissement monétaire initié par la PBoC en janvier continue de porter ses fruits. Les nouveaux prêts bancaires s'élèvent à 1620mds CNY. Les indicateurs manufacturiers allemands (PMI avancé en avril) seront scrutés en fin de semaine après l'effondrement des commandes rapporté en février. Les enquêtes américaines du secteur restent bien orientées.

Le S&P proche des sommets historiques

Sur les marchés financiers, les indices actions ont retrouvé leurs niveaux de fin septembre à quelques points près. Le S&P s'échange au-dessus de 2900 points. Les rachats d'actions estimés au-delà de 225mds \$ au 1T 2019 sont encouragés par les perspectives de politique monétaire. Regonfler les valorisations boursières aura « coûté » 75pb de hausses de taux et un peu de capital-crédibilité d'une institution sous influence de l'Administration en place. La volatilité a disparu sous l'effet de l'allègement annoncé par la Fed. L'indice VIX cote sous 13%. Les positions vendeuses de volatilité actuelles rappellent les excès de janvier 2018. La saison des résultats s'annonce pourtant difficile. Les bénéfices par actions sont attendus en recul de 3% sur un an. Certes, la communication des entreprises réduit le risque de mauvaises nouvelles mais la trentaine de publications déjà effectuée semble confirmer le coup d'arrêt dans la croissance bénéficiaire.

Les taux remontent à la marge. Le T-note traite autour de 2,55%, ce qui reflète la hausse hebdomadaire de 5pb des points morts d'inflation. La plupart des indices

de prix (importation, production) ont en effet surpris à la hausse en mars. L'IPC se situe à 1,9% en mars. Cependant, la Fed s'apprête déjà à reformuler sa cible d'inflation pour tenir compte de la faiblesse passée des prix. Un objectif d'inflation moyenne tuerait dans l'œuf toute anticipation de resserrement monétaire. Une position acheteuse reste appropriée sur les Treasuries malgré un portage défavorable. Le spread 10-30a (41pb) conserve un potentiel d'élargissement.

Surperformance des financières

En zone euro, le pessimisme conjoncturel n'a d'égal que l'ampleur du rally des actions (+16% en 2019). Le sentiment de marché s'améliore aussi envers l'euro et les secteurs longtemps délaissés comme les banques ou l'automobile. Les bancaires s'apprécient de près de 5% sur la semaine écoulée. Cependant, à l'instar des Etats-Unis, les volumes d'échange restent étroits sur les marchés d'actions en Europe. Les investisseurs étrangers semblent toujours rester à l'écart de la cote européenne. Le timide rebond de l'euro participera peut-être à raviver l'intérêt des non-résidents pour les actifs de la zone euro.

La surperformance des actions financières transparait largement sur les marchés du crédit. L'iTraxx relatif aux dettes financières subordonnées s'échange sous 140pb, soit le niveau le plus serré depuis le printemps 2018. La prime moyenne sur les obligations financières se réduit à 11pb par rapport aux non-financières. La baisse des rendements sans risque a stimulé la demande de crédit. Les flux entrants dans les fonds de crédit IG représentent 2% des actifs sous gestion depuis le début de l'année. Sur le high yield européen, la demande atteint 4% des encours des fonds. Les spreads sur les notations spéculatives se compriment de près de 150pb en 2019.

Les Bonos brièvement sous 100pb

Sur les marchés d'emprunts souverains, le léger retracement du Bund vers 0,05% est un épiphénomène qui tient davantage à l'éloignement du Brexit qu'à un réel changement de tendance. Le 30 ans allemand est davantage vendu en amont de l'adjudication d'1md € de Bund 2044 cette semaine. Malgré quelques prises de profit, les taux allemands sont bas et vont le rester. Cela pousse les investisseurs à s'exposer aux dettes souveraines périphériques. Le Bono à 10 ans a ainsi brièvement cassé le seuil de 100pb contre Bund. Les obligations portugaises s'échangent autour de 110pb. L'Italie participe aussi au mouvement malgré la dégradation des projections économiques et budgétaires annoncée par le gouvernement Conte.

Sur les marchés émergents, l'emprunt d'Aramco a attiré une demande estimée à 100mds \$. Le montant emprunté annoncé à 10mds \$ a été relevé de 2mds \$, ce qui a finalement pesé sur les cours. Les taux et le pétrole soutiennent néanmoins les spreads émergents (340pb) à l'exception de la Turquie.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.56 %	+2	-2	+5
EUR Bunds 10a	0.06%	+5	-3	-19
EUR Bunds 2s10s	62 bp	+3	-1	-24
USD Treasuries 2a	2.39 %	+3	-4	-9
USD Treasuries 10a	2.56 %	+3	-3	-13
USD Treasuries 2s10s	16 bp	+0	+1	-3
GBP Gilt 10a	1.22 %	+10	+1	-6
JPY JGB 10a	-0.03 %	+2	+1	-3
EUR Spreads Souverains (10a)	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	36 bp	+1	-1	-10
Italie	252 bp	+4	+11	+2
Es pagne	103 bp	-5	-8	-15
Inflation Points-m orts (10a)	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	196 bp	+3	+1	+24
GBP Gilt Indexés	333 bp	+5	+20	+16
EUR Indices Crédit	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	-4	-13	-37
EUR Agences OAS	51 bp	-3	-5	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	-3	-5	-14
EUR High Yield Pan-européen OAS	367 bp	-10	-47	-146
EUR/USD Indices CDS 5a	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	58 bp	-4	-2	-30
iTraxx Crossover	248 bp	-11	-22	-106
CDX IG	57 bp	-3	-1	-31
CDX High Yield	325 bp	-14	-15	-125
Marchés émergents	15-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	340 bp	+0	-10	-75
Devises	15-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.130	+0.29	-0.22	-1.3
GBP/USD	\$1.310	+0.49	-1.01	+2.77
USD/JPY	¥112.02	-0.79	-0.53	-2.11
Matières Premières	15-avr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$71.1	\$0.0	\$4.1	\$16.5
Or	\$1 288.0	-\$16.4	-\$15.3	\$6.4
Indices Actions	15-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 902	0.23	2.83	15.78
EuroStoxx 50	3 450	0.36	1.90	14.96
CAC 40	5 509	0.68	1.91	16.45
Nikkei 225	22 169	1.87	3.35	10.76
Shanghai Composite	3 178	-2.07	5.16	27.42
VIX - Volatilité implicite	12.61	-4.32	-2.10	-50.39

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.



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