

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

29 avril 2019 /// n°14-2019

Etats-Unis : la croissance surprend à la hausse

Points clés

- La croissance américaine plus forte que prévu au 1T 2019
- Marché des changes : l'euro sous 1,12\$ au plus bas depuis deux ans
- Fed : statu quo monétaire attendu
- Le Bund cote autour de 0%, le T-note vers 2,50%
- Prises de profit sur le high yield européen

Les marchés de taux et d'actions étaient bien orientés la semaine passée. La croissance américaine plus forte qu'annoncé et l'inflation réduite ont contenté à la fois les actionnaires et les créanciers obligataires.

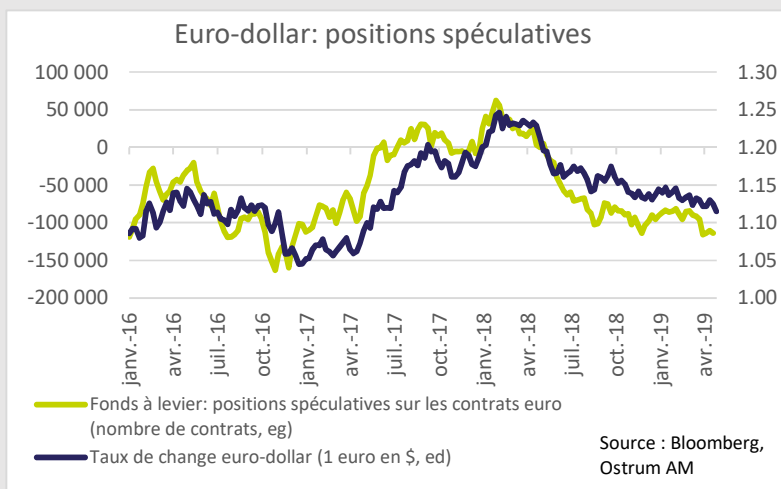
Le S&P marque un sommet proche des 2940 points alors que les taux retombent vers 2,50%. La Fed, qui se réunit cette semaine, insistera sans doute sur l'inflation pour justifier sa politique. La bourse européenne efface néanmoins une partie des gains (-0,5%) de 2019 et la Chine corrige de près de 5%.

Le Bund cote autour de 0% sans grands mouvements sur les spreads souverains. Le

maintien de la note de l'Italie par S&P permet une détente ce lundi. Les spreads de crédit poursuivent leur rétrécissement. L'iTraxx Crossover traite ainsi autour de 250pb malgré quelques prises de profit sur le marché du high yield (+16pb sur cinq séances). Le spread moyen de la dette émergente en dollars s'écarte de 8pb.

Le pétrole reflue finalement après un mouvement de hausse lié aux menaces de Donald Trump envers les importateurs de brut iranien. Sur le marché des changes, le dollar est fort contre toute devise. L'euro casse le seuil de 1,12\$ à la baisse. Le yen demeure faible proche de la barre des 112.

Le graphique de la semaine



Les comptes spéculatifs restent massivement vendeurs de la monnaie unique contre le billet vert.

Les taux négatifs en zone euro et l'écart de croissance avec les Etats-Unis favorisent le dollar.

Le positionnement spéculatif vendeur s'est accru et semble annonciateur d'une nouvelle jambe baissière sur la parité.

Cela étant, l'arrêt de la contraction du bilan de la Fed à partir d'octobre devrait caper la hausse dollar.



La croissance américaine plus forte que prévu au 1^{er} trimestre 2019

L'activité a progressé à un rythme soutenu au premier trimestre. Le PIB des Etats-Unis progresse de 3,2%ta entre janvier et mars. La consommation a marqué le pas malgré la robustesse de l'emploi. Les dépenses en biens durables ont connu un trou d'air en janvier-février mais la fin de trimestre était mieux orientée avec un rebond des ventes de voitures. L'investissement résidentiel se contracte pour un cinquième trimestre de rang. Cela est quelque peu surprenant compte tenu du redressement récent des ventes de maisons neuves. Cela étant, les deux postes de la demande les plus sensibles aux taux (consommation durable et immobilier) ont atteint des niveaux critiques en termes de parts du PIB. L'économie américaine ne pourra plus compter sur ces deux moteurs pour maintenir sa croissance. La bonne nouvelle provient des exportations en hausse de 3,7%ta au premier trimestre. Combinée à la chute des importations, la contribution de l'extérieur ressort à +1pp. L'investissement des entreprises est inégal. Les dépenses de recherche-développement et de logiciels sont soutenues, alors que l'investissement en structures productives diminue. L'investissement en biens d'équipement stagne. Cela dénote un effort de productivité au détriment de capacités de production additionnelles. La croissance de 3,2%ta se décompose en 1,5pp de demande interne, 1pp de demande externe et 0,7pp de variation des stocks. Globalement, le rééquilibrage de la croissance est bienvenu après une décennie de forte hausse de la demande des ménages. On peut néanmoins douter de la pérennité de la dynamique des exportations. L'inflation ralentit. Le déflateur du PIB augmente de 0,9%ta sur les trois premiers mois de l'année. Les prix à la consommation hors éléments volatiles augmentent de 1,6%a en mars.

Hausse des actions malgré les flux finaux vendeurs

Les marchés financiers sont toujours bien orientés. La rechute du brut et quelques publications de résultats sans relief en fin de semaine ont limité la hausse hebdomadaire des cours à 0,5% (S&P 500). Les rendements obligataires à 10 ans ont diminué vers 2,50% en fin de semaine, les chiffres d'inflation rassurant les intervenants quant aux perspectives de politique monétaire.

La Fed se réunit cette semaine. Le statu quo monétaire est acquis. Jerome Powell cherchera à gagner du temps en insistant sur l'inflation et la sempiternelle « incertitude » alors que le FOMC a déjà effacé trois hausses pour faire remonter les cours boursiers. Cette hausse des actions américaines est pourtant assise sur une dynamique de flux surprenante. Selon les données de BofA ML, les fonds actions, toutes catégories confondues, ont subi des rachats nets de plus de 95mds \$ depuis le début de l'année. Les fonds américains sont en décollecte significative depuis le

début de l'année au profit des fonds obligataires. La source de demande d'actions semble une nouvelle fois provenir des plans de rachats d'actions des sociétés alors que la saison des résultats n'incite pas les investisseurs de long terme à payer des multiples proche de 19x. Les BPA américains affichent une hausse moyenne de 2% sur le premier trimestre. La santé concentre les bonnes surprises et la croissance ce qui permet au secteur de revenir en grâce auprès des investisseurs après une longue période de sous-performance. Sur les marchés de taux, la pentification de la courbe a repris au-delà des maturités à 5 ans. Cette dynamique traduit bien l'attentisme de la Fed et l'asymétrie de son analyse des conditions macro-financières. Il convient de maintenir un biais acheteur et une position à l'élargissement du spread 10-30 ans.

BCE : le taux de dépôt toujours en débat

En Europe, les indicateurs pointent toujours à la baisse. L'enquête IFO s'effrite encore du fait de la dégradation des anticipations cycliques. Toutefois, la croissance de la zone euro a probablement été de l'ordre de 0,3%t sur les trois premiers mois de l'année. La dynamique espagnole et l'assouplissement budgétaire en France auront amorti le choc du commerce international. Cet environnement ramène toutefois le Bund vers 0%. L'aplatissement de la courbe des taux reprend également après un court répit sur la première quinzaine d'avril.

Les commentaires de Benoit Cœuré, possible successeur de Mario Draghi, ont semé le doute quant à la réforme de la facilité de dépôt offerte aux banques. Les actions bancaires ont ainsi réagi à la baisse et le secteur financier sous-performait sur le marché du crédit. Parallèlement, les swap spreads courts se sont élargis (+2pb sur l'échéance 2 ans). Concernant les emprunts souverains, l'agence S&P a maintenu à BBB la note de l'Italie avec des perspectives négatives sans doute justifiées par la dégradation attendue du ratio de dette publique (132% du PIB). Le statu quo a néanmoins permis une détente des spreads en début de séance lundi. Les élections espagnoles préfigurent la reconduite du gouvernement minoritaire mené par le socialiste Pedro Sanchez. Cette issue limitant les marges de manœuvre budgétaire a été bien accueillie par le marché des Bonos. La dette espagnole se négocie à 101pb au-dessus de l'emprunt allemand à 10 ans. Les titres portugais sont aussi recherchés (112pb). Sur le marché du crédit, l'investment grade se resserre. A l'inverse, les primes grimpent sur le segment du high yield. Les indices synthétiques restent toutefois à des niveaux serrés (250pb).

Dollar : la hausse par défaut ?

Le billet vert s'est renforcé la semaine passée malgré la baisse des rendements obligataires. Les taux à terme indiquent même une probabilité de baisse plus élevée l'an prochain. L'euro sous le seuil de 1,12\$ est au plus bas depuis 2017.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	-1	+2	+3
EUR Bunds 10a	0.00%	-2	+7	-24
EUR Bunds 2s10s	59 bp	-1	+5	-27
USD Treasuries 2a	2.29 %	-9	+3	-19
USD Treasuries 10a	2.53 %	-6	+13	-15
USD Treasuries 2s10s	24 bp	+4	+9	+4
GBP Gilt 10a	1.16 %	-4	+16	-12
JPY JGB 10a	-0.04 %	-1	+4	-4
EUR Spreads Souverains (10a)	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	36 bp	+2	-3	-11
Italie	258 bp	+0	+2	+8
Es pagne	101 bp	-4	-16	-16
Inflation Points-m orts (10a)	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	197 bp	+1	+9	+25
GBP Gilt Indexés	331 bp	+1	+11	+14
EUR Indices Crédit	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	109 bp	-3	-15	-43
EUR Agences OAS	53 bp	+1	-1	-7
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	+1	-2	-12
EUR High Yield Pan-européen OAS	375 bp	+16	-32	-138
EUR/USD Indices CDS 5a	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	58 bp	+0	-8	-31
iTraxx Crossover	248 bp	+1	-23	-106
CDX IG	57 bp	-1	-7	-31
CDX High Yield	325 bp	-3	-25	-125
Marchés émergents	29-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	347 bp	+8	-7	-68
Devises	29-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.117	-0.8	-0.45	-2.48
GBP/USD	\$1.292	-0.47	-0.85	+1.4
USD/JPY	¥111.8	+0.13	-0.84	-1.91
Matières Premières	29-avr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$72.1	-\$1.9	\$4.5	\$17.6
Or	\$1 278.6	\$4.2	-\$13.8	-\$3.0
Indices Actions	29-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 943	1.20	3.83	17.39
EuroStoxx 50	3 502	0.08	4.48	16.68
CAC 40	5 581	0.01	4.31	17.97
Nikkei 225	22 259	0.26	4.97	11.21
Shanghai Composite	3 062	-4.74	-0.91	22.80
VIX - Volatilité implicite	12.89	3.78	-5.98	-49.29

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