

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

20 mai 2019 /// n°17-2019

Les nuages s'accumulent

Points clés

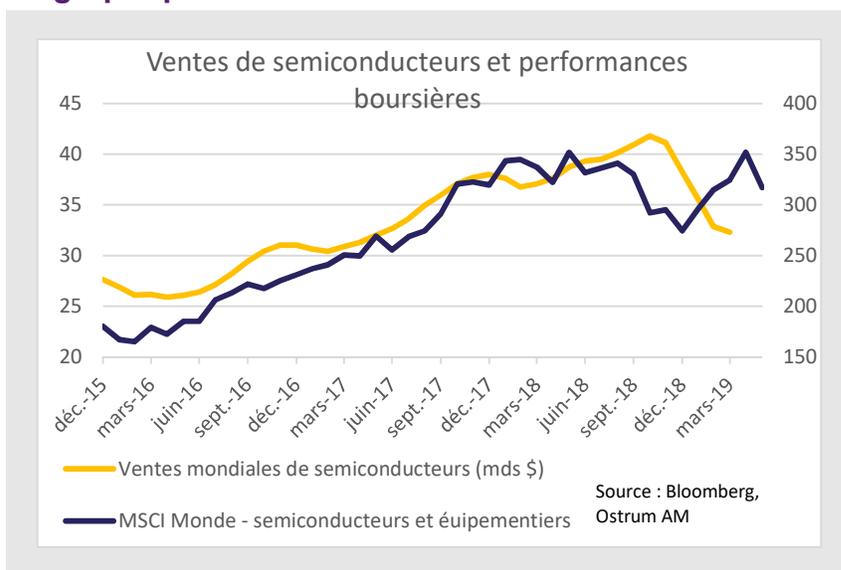
- **Trump accroît la pression sur la Chine**
- **Les tensions internationales militent pour une position acheteuse de taux**
- **La dette italienne sous pression après les commentaires de Salvini**
- **Des marchés d'actions plus incertains**

Le contexte international reste préoccupant. L'ordonnance de Donald Trump limitant l'accès de Huawei aux technologies américaines a pesé sur les marchés asiatiques. Parallèlement, le prix du pétrole remonte avec la recrudescence des tensions dans le Golfe. Enfin, la perspective d'un départ prochain de Theresa May ravive les craintes au sujet du Brexit.

Les actions européennes ont néanmoins rebondi de 3% la semaine passée, la technologie et l'énergie surperformant le marché mais les indices renouent avec la baisse ce lundi dans le sillage des contrats américains. Les taux se stabilisent autour de -0,10%

sur le Bund et 2,40% sur le 10 ans américain. Le rendement du Gilt (1,05%) baisse davantage à l'instar du sterling qui s'échange sous 1,28\$. La croissance brésilienne déclinante pèse sur le réal (4,10). L'euro (1,11\$) se déprécie également en raison de la situation italienne. Les déclarations de Matteo Salvini au sujet de la dette attisent la volatilité du BTP mais sans préjudice aux dettes ibériques, dont les spreads se réduisent. Le crédit s'écarte modérément mais les spreads sur le high yield européen diminuent sous le seuil de 400pb. La dette émergente cote autour de 360pb contre Treasuries (+7pb sur une semaine).

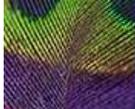
Le graphique de la semaine



Les ventes de semi-conducteurs sont généralement un indicateur fiable de la dynamique cyclique dans le monde.

Les ventes mondiales ont chuté de 41,8mds \$ en octobre dernier à 32,3mds \$ en mars (-22,7%). L'ordonnance de Donald Trump va sans doute accentuer cette baisse dans les mois à venir.

Or malgré l'effondrement des ventes, les actions du secteur ont fortement rebondi dans le sillage du redressement des indices boursiers en 2019. Un ajustement des cours semble inéluctable.



Les points de tensions se multiplient

Donald Trump insufflé un niveau d'incertitude rarement observé dans les relations internationales. En quelques jours, le Président américain a relevé les tarifs douaniers sur les produits chinois et procédé par ordonnance pour empêcher Huawei d'avoir accès aux technologies américaines, dénoncé des accords avec la Turquie, menacé l'Iran militairement mais aussi réduit les restrictions sur le commerce des métaux en Amérique du Nord et reporté de six mois sa décision concernant les tarifs douaniers applicables au secteur automobile européen et japonais. De son côté, la Chine a peu de leviers à activer face au protectionnisme des Etats-Unis. Bien que la PBoC se défende d'utiliser l'arme du taux de change, la monnaie chinoise s'est bien dépréciée ces dernières semaines. Le taux de change du Renminbi se situe au-delà de 6,90 pour un dollar. En parallèle, des barrières non-tarifaires seront dans doute érigées par les autorités chinoises. Nous sommes en revanche sceptiques sur un programme de ventes de Treasuries significatif évoqué par la presse.

La croissance faiblit au 2t 2019

Cet environnement dégradé pèse toutefois sur le moral des investisseurs, d'autant que les publications économiques chinoises et américaines pointent à la baisse en début de deuxième trimestre. En Chine, la production industrielle n'a progressé que de 5,4%a en avril. Hormis l'investissement résidentiel dont la croissance se maintient à 11,6%a, la hausse vertigineuse des nouveaux crédits bancaires ne se reflète dans les ventes au détail (+7,2%a) ni dans l'investissement des entreprises. Les investissements étrangers en Chine subissent aussi un coup d'arrêt (+6% contre +8%a en mars). Aux Etats-Unis, la production industrielle s'est contractée au mois d'avril (-0,5%*m*) et les ventes au détail (-0,2%*m*) chutaient également. Les enquêtes conjoncturelles étaient mieux orientées (Empire, Phil Fed, NFIB, confiance des ménages, NAHB...) mais une partie de ces sondages a probablement été effectuée avant la remontée des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Au Royaume-Uni, les négociations entre conservateurs et travaillistes ont échoué. La succession de Theresa May est engagée et le risque d'une sortie sans accord s'accroît à court terme. La réalité semble rattraper les marchés financiers dont la complaisance vis-à-vis du Brexit avait maintenu le sterling au-delà d'1,30\$ jusque début mai.

Biais acheteur sur les taux

Sur les marchés de taux, les niveaux de rendement atteints aujourd'hui reflètent à la fois les tensions commerciales et les enjeux politiques en Europe. Il est donc difficile d'envisager un retournement de tendance à court terme. La stabilisation des indicateurs entrevue le mois dernier semble sans influence sur le directionnel taux. La tendance à l'aplatissement perdure. Le Bund cote autour de -0,10%. Un point bas

hebdomadaire à -0,13% avait été atteint après des déclarations de Matteo Salvini évoquant une dette italienne de 140% de PIB. En revanche, les tensions italiennes (290pb au sommet hebdomadaire pour le spread à 10 ans) sont sans effet sur les spreads ibériques, où nous conservons nos positions. La croissance solide au Portugal (0,5%*t* au 1t19) entretient la demande de PGBs (115pb contre Bund). L'Espagne s'échange à un spread inférieur à 100pb à l'horizon de 10 ans. Ces réallocations géographiques s'opèrent alors que la classe d'actifs subit des sorties. Malgré la hausse du brut, les obligations indexées n'attirent toujours aucune demande des investisseurs. Les points morts français (100pb à 10 ans) sont sans réaction après les surprises à la hausse sur les prix dans une période de portage saisonnier favorable. Aux Etats-Unis, les dernières données sans relief entretiennent les anticipations de baisse des taux. Le compte-rendu de la réunion d'avril permettra d'affiner la probabilité d'une réduction des Fed Funds. Nous retenons un biais acheteur malgré le portage négatif des taux longs. Les TIPS sont aussi boudés par les investisseurs. Les breakevens proches de 180pb se compriment avant l'émission de TIPS à 10 ans jeudi.

Volatilité accrue sur les actions

Les gestions traditionnelles et les hedge funds ont globalement réduit leur position longue au S&P au cours des deux dernières semaines marquées par une volatilité plus élevée. La saison des résultats s'achève sur une croissance des BPA limitée à 1,42%. Les secteurs liés aux matières premières enregistrent des baisses de chiffres d'affaires et de bénéfices alors que la santé massacrée en bourse affiche un redressement. Les secteurs exposés aux tensions commerciales sont naturellement vendus. C'est le cas du secteur des semi-conducteurs (-0,65%) qui décroche malgré des publications trimestrielles encourageantes. Les télécommunications, le software et le hardware surperformaient en revanche après l'ordonnance de Donald Trump.

En Europe, la baisse de l'euro bénéficie aux marchés d'actions, tirés par la technologie et le secteur de l'énergie. La décollecte des fonds se modère mais les investisseurs demeurent perplexes malgré le rebond des cours. De manière générale, les défensives (consommation de base notamment) restent mieux orientées que les secteurs cycliques. Un retournement des enquêtes serait nécessaire pour redresser la performance des cycliques.

Les marchés du crédit ont tendance à sous-performer l'actif sans risque dernièrement. Les sorties de fonds et les ventes d'ETFs de crédit témoignent de l'attentisme des investisseurs finaux. Le spread moyen ressort à 119pb au-dessus du Bund. Le high yield résiste davantage avec un spread proche de 400pb. Les indices synthétiques sont néanmoins chahutés à l'instar des actions. Le Crossover traite vers 280pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.64 %	-1	-7	-3
EUR Bunds 10a	-0.09%	-2	-11	-33
EUR Bunds 2s10s	56 bp	0	-4	-30
USD Treasuries 2a	2.21 %	+2	-17	-28
USD Treasuries 10a	2.4 %	0	-16	-28
USD Treasuries 2s10s	19 bp	-2	+1	-1
GBP Gilt 10a	1.06 %	-4	-14	-22
JPY JGB 10a	-0.04 %	+1	-1	-5
EUR Spreads Souverains (10a)	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	40 bp	0	+6	-7
Italie	278 bp	+1	+20	+28
Es pagne	97 bp	-9	-8	-20
Inflation Points-m orts (10a)	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	182 bp	-3	-13	+11
GBP Gilt Indexés	331 bp	+2	+0	+14
EUR Indices Crédit	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	119 bp	+3	+8	-33
EUR Agences OAS	55 bp	+1	+3	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	0	+1	-12
EUR High Yield Pan-européen OAS	397 bp	-5	+41	-116
EUR/USD Indices CDS 5a	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	66 bp	-1	+9	-22
iTraxx Crossover	283 bp	-6	+36	-71
CDX IG	64 bp	-1	+6	-24
CDX High Yield	356 bp	-2	+28	-95
Marchés émergents	20-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	360 bp	+7	+24	-55
Devises	20-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.117	-0.57	-0.77	-2.45
GBP/USD	\$1.273	-1.66	-1.94	-0.1
USD/JPY	¥109.95	-0.74	+1.81	-0.26
Matières Premières	20-mai-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$72.6	\$2.4	\$1.2	\$17.8
Or	\$1 278.5	-\$21.9	\$4.1	-\$3.1
Indices Actions	20-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 850	1.37	-1.88	13.70
EuroStoxx 50	3 374	1.61	-3.57	12.42
CAC 40	5 362	1.88	-3.92	13.34
Nikkei 225	21 302	0.52	-4.05	6.43
Shanghai Composite	2 871	-1.14	-12.24	15.11
VIX - Volatilité implicite	16.59	-19.27	37.22	-34.74

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