

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

27 mai 2019 /// n°18-2019

## Un équilibre précaire sur les marchés

### Points clés

- **Pas de bouleversements après les élections, démission de Theresa May en juin**
- **La prudence prévaut sur les actions**
- **Maintenir un biais acheteur de taux**
- **Volatilité sur les BTPs, le budget italien remis en cause par la Commission**

Les élections européennes, la démission annoncée de Theresa May et le conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis continuent de figer les marchés. L'issue des élections ne dessine pas de changement majeur. Le Bund et le T-note s'échangent autour de -0,10% et 2,30%. Le Gilt a cassé le seuil de 1%. Les points morts d'inflation se compriment avec la rechute de l'or noir et les flux se repliant vers l'actif sans risque.

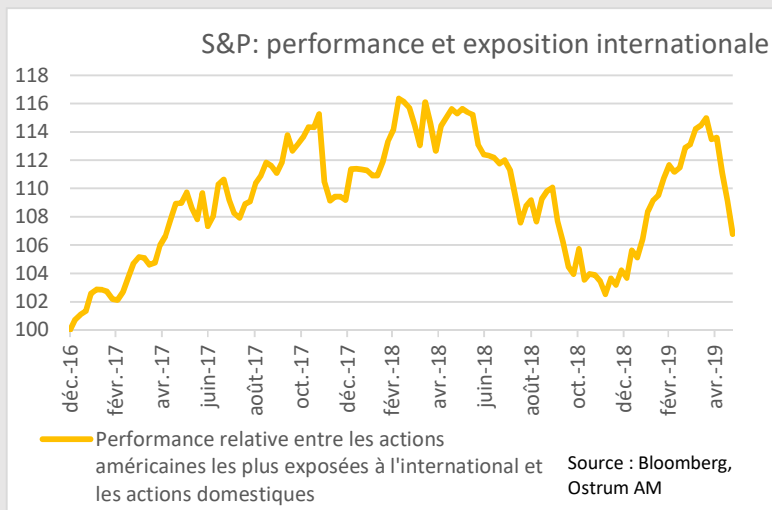
Les spreads périphériques se sont légèrement détendus la semaine passée et les marchés

d'actions étaient en légère baisse. Le S&P abandonne un peu plus d'1% sur cinq séances.

Les marchés du crédit ont sous-performé l'emprunt allemand sans risque. Le spread dur l'IG euro ressort à 125pb. Le high yield s'avère plus résilient autour de 400pb avec un écartement de seulement 3pb sur la semaine. L'iTraxx XO se rapproche du niveau de 300pb. Le marché du crédit subit quelques flux sortants sur la classe d'actifs.

Enfin, le sterling s'est déprécié vers 1,26\$. La démission de Theresa May a favorisé les vendeurs. La volatilité a disparu sur l'euro figé à 1,12\$.

### Le graphique de la semaine



L'offensive de Donald Trump contre la Chine a laissé des traces sur les marchés d'actions américaines.

Si la baisse du S&P500 est limitée à 4% depuis le sommet de début mai, les sociétés les plus exposées à l'international en termes de chiffres d'affaires sous-performent nettement les entreprises dont l'activité est centrée sur les Etats-Unis. La sous-performance est de 7% depuis mi-avril.

La décote des entreprises les plus pénalisées par la guerre commerciale atteint 1,5 point de PER par rapport au marché.



## **Pas de bouleversement après les européennes**

Le paysage politique européen a été source de volatilité depuis quelque temps. L'issue des élections européennes ne modifie pas les grands équilibres, même si le PPE et les socio-démocrates ont perdu la majorité absolue au Parlement européen. Les verts et l'extrême droite se renforcent. La lecture des résultats britanniques est incertaine. Le Parti du Brexit arrive largement en tête, mais la rupture avec l'UE rassemble-t-elle une majorité ? Après de multiples échecs à faire voter son projet d'accord de sortie, Theresa May a annoncé son départ le 7 juin prochain. May gèrera les affaires courantes jusqu'à la désignation de son successeur. Cette situation renforce à la fois la probabilité d'une sortie sans accord et celle d'une prolongation de l'indécision actuelle pouvant déboucher sur un second référendum. En Italie, la Lega s'installe comme le premier parti alors que le M5S perd du terrain y compris vis-à-vis du Parti démocrate. Des élections anticipées pourraient se tenir dès septembre en cas de désaccord au sein de la coalition gouvernementale. Une nouvelle confrontation avec la Commission Européenne sur la question budgétaire pourrait ainsi précipiter un nouveau scrutin en Italie.

Au sujet du conflit commercial sino-américain, on n'observe aucune amélioration. Donald Trump se contente d'indiquer que Huawei, placée sur une liste noire d'entreprises interdites d'achats de technologie américaine, pourrait faire partie de l'accord. Les autorités chinoises n'ont pas encore répondu à l'offensive de Donald Trump. On redoute un embargo chinois sur les terres rares alors que les ventes de semi-conducteurs s'effondrent depuis six mois.

## **Correction limitée sur le S&P**

Sur les marchés financiers, l'accalmie prévaut néanmoins. Les places de Londres et de New York étant fermées, les volumes d'échange sont réduits. La volatilité des actions a diminué pour s'établir à seulement 15% aux Etats-Unis (VIX). Le S&P traite environ 4,2% sous ses sommets du début du mois. Le marché reste toujours soutenu par les rachats d'actions qui s'élèvent à quelque 200mds \$ par trimestre. Les investisseurs finaux restent pourtant largement vendeurs d'actions américaines mais les enquêtes indiquent des sorties limitées à 70mds \$ en 2019. L'effet des rachats est donc beaucoup plus fort que les flux finaux vendeurs. La guerre commerciale réduit néanmoins la performance boursière des sociétés les plus exposées à l'international. Le recul des enquêtes manufacturières (PMI à 50,6 en mai) constitue un rappel brutal de l'effet des restrictions sur le commerce sur les grandes entreprises. Les services publics font naturellement figure de valeur refuge face à la chute de

la technologie et des valeurs cycliques. L'énergie subit la baisse du brut sous 60\$ après la publication des stocks américains en milieu de semaine. La correction limitée des indices boursiers se justifie aussi par l'anticipation de baisses des taux. Le marché intègre deux allègements de 25pb dans l'année à venir. Il est probable que la Fed craquera en cas de nouvel accès de faiblesse des marchés. L'inflation servira de prétexte mais la menace la plus prégnante concerne les tensions sur la liquidité des acteurs non bancaires du marché du crédit. Le consensus haussier sur le T-note (2,32%) est fragile compte tenu de la situation de portage négatif. Cela étant, les données pointent un ralentissement marqué au 2t 2019 entretenant ainsi la demande d'actif sans risque. Il convient de maintenir une surexposition en sensibilité sur les taux américains et un positionnement à l'élargissement du spread 10-30 ans. Ces flux compriment aussi les points morts d'inflation (177pb à 10 ans) par ailleurs réduits par la chute du pétrole. Cette classe d'actifs pourtant décotée reste boudée par les investisseurs.

En Europe, les actions subissent toujours des sorties nettes. Les ressources de base et l'énergie décrochent en Europe. L'automobile réagit timidement aux annonces de consolidation du secteur en raison de la menace de tarifs douaniers américains. Les petites capitalisations affichent aussi un léger retard de performance depuis le début de l'année. Les valorisations restent un soutien aux actions. Les PER 2020 se situent entre 12 et 13x avec un rendement des dividendes proche de 3,5%. Les risques conjoncturels sont sans doute un frein d'autant que le rebond probable de l'euro au second semestre (valorisation, fin de la réduction du bilan de la Fed) pourrait peser sur les résultats. Il manque un catalyseur à une nouvelle hausse des actions. Le risque politique italien reste l'une des principales préoccupations. Le déficit prévu pour 2020 par la Commission Européenne (3,5%) pourrait aboutir à une amende en absence de mesures correctives, comme une hausse de TVA. Le spread italien reste le plus volatile (280pb à 10 ans) même si les maturités courtes (2 ans) seront protégées par les prochains TLTROs. L'Espagne (95pb à 10ans) et le Portugal (110pb) continuent en revanche de se resserrer face au Bund. Fitch a relevé à positive la perspective de notation au Portugal (BBB). Les PGBs sont toutefois chères par rapport aux Bonos sur les maturités inférieures à 5 ans.

Sur les marchés du crédit, l'équilibre des flux est devenu moins favorable depuis quelques semaines. Les spreads IG euro ressortent à 125pb. Le high yield résiste davantage cette semaine et se maintient autour de 400pb contre Bund. Les indices synthétiques corrigent cependant. L'iTraxx Crossover traite au-delà de 290pb, ce qui pourrait préfigurer un élargissement des spreads sur le marché des obligations privées.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.65 %	0	-5	-4
EUR Bunds 10a	-0.14%	-6	-12	-39
EUR Bunds 2s10s	50 bp	-5	-7	-35
USD Treasuries 2a	2.16 %	-6	-12	-32
USD Treasuries 10a	2.32 %	-10	-18	-36
USD Treasuries 2s10s	16 bp	-4	-6	-4
GBP Gilt 10a	0.96 %	-8	-22	-32
JPY JGB 10a	-0.07 %	-3	-3	-7
EUR Spreads Souverains (10a)	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	41 bp	+1	+3	-6
Italie	282 bp	+3	+22	+32
Es pagne	96 bp	-1	-9	-22
Inflation Points-m orts (10a)	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	177 bp	-5	-20	+6
GBP Gilt Indexés	333 bp	+3	+1	+16
EUR Indices Crédit	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	125 bp	+6	+15	-27
EUR Agences OAS	55 bp	+0	+3	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	-1	+0	-13
EUR High Yield Pan-européen OAS	400 bp	+3	+38	-113
EUR/USD Indices CDS 5a	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	+2	+10	-20
iTraxx Crossover	293 bp	+11	+45	-60
CDX IG	65 bp	+1	+8	-23
CDX High Yield	363 bp	+7	+39	-87
Marchés émergents	27-mai-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	364 bp	+5	+21	-51
Devises	27-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.119	+0.21	+0.09	-2.28
GBP/USD	\$1.268	-0.35	-1.97	-0.53
USD/JPY	¥109.53	+0.4	+2.07	+0.12
Matières Premières	27-mai-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$69.7	-\$2.3	-\$1.9	\$14.9
Or	\$1 285.3	\$9.1	\$6.2	\$3.7
Indices Actions	27-mai-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 826	-1.17	-3.87	12.73
EuroStoxx 50	3 364	-0.17	-3.90	12.08
CAC 40	5 336	-0.42	-4.19	12.80
Nikkei 225	21 183	-0.56	-4.83	5.83
Shanghai Composite	2 892	0.76	-6.29	15.98
VIX - Volatilité implicite	15.85	-0.69	24.51	-37.65

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