

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

26 août 2019 /// n°27-2019

Trump ou le supplice chinois

Points clés

- **Nouvelle escalade dans la guerre commerciale**
- **Powell justifie un nouvel assouplissement en pointant les risques extérieurs**
- **Un espoir de sortie de crise en Italie ?**
- **L'aversion pour le risque continue de bénéficier aux marchés de taux**

L'escalade des tensions sino-américaines aura une fois encore engendré une chute des marchés boursiers. Le S&P abandonne 2,5% vendredi après la réaction chinoise au protectionnisme prôné par Donald Trump. Les marchés européens et asiatiques s'inscrivent également en baisse. Le Nikkei subit de surcroît l'appréciation du yen.

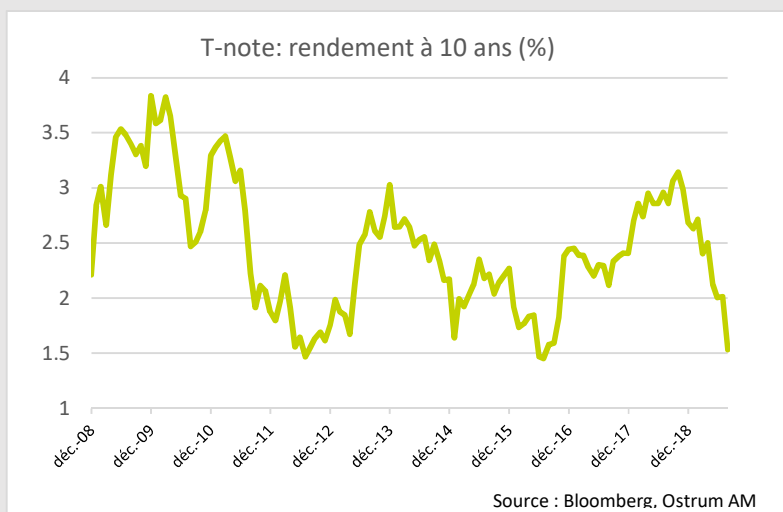
L'or, au-delà de 1500\$ l'once, reste la valeur refuge au même titre que les Treasuries qui intègrent un nouvel allègement des taux de la Fed en septembre. La détente des rendements en dollars profite aux émergents. En zone euro, l'espoir d'une sortie de crise en Italie motive quelques rachats de BTPs

(200pb contre Bund). La formation d'un gouvernement M5S-PD apaiserait sans doute les tensions actuelles avec Bruxelles.

Le crédit s'apprécie sur fond d'anticipations d'un nouveau CSPP. Le resserrement des spreads IG fait tache d'huile sur les segments spéculatifs du marché du crédit. Les spreads sur le high yield européen se réduisent de 41pb sur une semaine.

Le Renminbi s'ajuste à la salve protectionniste à 7,14 pour un dollar. L'euro oscille autour d'1,11\$. Le sterling marque une accalmie malgré le risque d'un Brexit sans accord (1,22\$).

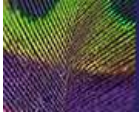
Le graphique de la semaine



Le T-note est le reflet de la politique de la Fed, des perspectives pour l'économie mondiale et de l'aversion pour le risque des investisseurs.

Le 10 ans américain (1,51%) a diminué de moitié depuis les sommets de l'automne pour se rapprocher des points bas de juillet 2012 (1,39%) suite au « Whatever it Takes » de Draghi et juillet 2016 (1,36%) après le référendum sur le Brexit.

Les mois ayant suivi ces deux événements nous rappellent que le pire n'est jamais certain et que le positionnement du marché peut aussi traduire une certaine panique.



Trump ou le supplice chinois

La relance de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis provoque un nouvel accès de faiblesse sur les marchés mondiaux. Donald Trump relève les droits de douane de 25% à 30% sur 250mds \$ d'importations chinoises et de 10% à 15% sur les 300mds \$ restants à partir du 15 décembre. La Chine a réagi en annonçant la remise en place de tarifs sur les automobiles (suspendus depuis décembre) et des droits supplémentaires sur 75mds \$ de produits américains. Le durcissement s'effectuera en deux phases : le 1^{er} septembre (pétrole, soja notamment) et le 15 décembre (automobile) prochains.

La Fed a capitulé

Dans ce contexte de volatilité accrue, les marchés d'actions ont effacé en grande partie le rebond entrevu en début de semaine. La perspective d'une annonce à Jackson Hole avait entretenu l'espoir d'une amélioration mais l'intervention du Président américain a douché l'optimisme ambiant et provoqué le revirement de tendance brutal observé en fin de séance vendredi. Jerome Powell a pourtant laissé entendre qu'un assouplissement était justifié par les risques sur la croissance mondiale, encore ravivés dernièrement par les crises politiques hongkongaise et italienne et l'impasse manifeste du Brexit. La Fed semble négliger les risques financiers associés à sa politique de taux bas. Cette politique est plus dangereuse qu'il n'y paraît. En outre, une baisse des taux de la Fed ne saurait corriger les effets néfastes à l'offre des mesures protectionnistes compromettant, par exemple, la diffusion rapide des nouvelles technologies (dont la 5G).

En zone euro, la récession industrielle allemande milite pour une réponse budgétaire qui n'interviendra au mieux qu'en fin d'année. Donald Trump se sera alors prononcé sur les tarifs applicables à l'automobile européenne et une décision sur le Brexit aura été prise. L'Allemagne retarde ainsi son soutien, dont l'effet multiplicateur est incertain compte tenu du niveau faible du chômage. Une mesure favorable à l'achat d'automobiles pourrait cependant s'avérer efficace. L'Italie connaît peut-être une éclaircie dans sa crise politique. Le Président Mattarella a demandé au M5S et au PD d'étudier la possibilité de former un gouvernement après le retrait de Salvini de la coalition au pouvoir depuis mai 2018. Cela éviterait des élections et permettrait d'assainir la relation avec Bruxelles.

L'aversion pour le risque perdure

En termes d'allocation d'actifs au niveau mondial, les flux financiers traduisent une nette aversion pour le risque. Les investisseurs finaux continuent de réduire leurs expositions aux marchés d'actions. Depuis Sintra fin juin, les investisseurs accumulent des positions sur les fonds obligataires. Parallèlement, la demande d'or s'accompagne, dans le monde obligataire, d'un regain

d'intérêt pour les emprunts indexés américains. La recherche de protection contre l'inflation ou la chute du dollar est manifeste dans ces réallocations. Les actions des pays émergents restent majoritairement vendues par les investisseurs finaux et on note quelques prises de profit sur la dette en devises.

La Fed va-t-elle surprendre le marché ?

Les marchés de taux restent bien orientés. Le T-note oscille autour d'1,50% au gré des données mitigées et des anticipations de taux de la Fed. Le FOMC se réunit après la BCE qui devrait annoncer un assouplissement de grande ampleur combinant une baisse du taux de dépôt et de nouveaux achats d'actifs. La Fed pourrait aller au-delà des anticipations centrées sur une réduction limitée à 25pb. Il s'agirait alors de contrecarrer les pressions de court terme à la hausse sur le dollar et à la baisse sur les actions via une réduction marquée de 50, voire 75pb. Un tel scénario pourrait aussi contribuer à une repentification de la courbe des taux. Nous privilégions cependant la neutralité à court terme. Le T-note offre peu de valeur fondamentale avec l'inflation courante à 1,8%a mais le niveau technique d'1,32% reste un objectif pour de nombreux intervenants à court terme. Les emprunts indexés offrent de la valeur mais la recherche de sécurité comprime les points morts.

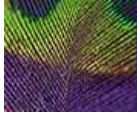
En zone euro, la récession industrielle en Allemagne et le baroud d'honneur de Mario Draghi entretiennent un climat favorable aux obligations souveraines. Le manque de demande apparent lors de la dernière émission de Bund à 30 ans (taux moyen à -0,11%) n'est qu'un épiphénomène lié à la procédure d'adjudication de l'agence allemande (le solde des émissions est vendu sur le marché secondaire). La courbe des rendements reste en effet très plate. Quant aux spreads souverains, la formation d'un nouveau gouvernement en Italie permettrait d'éviter de nouvelles élections. Le spread du BTP se resserre même si la courbe italienne reste pentue. L'Irlande subit en revanche les attermoissements britanniques sur le Brexit. La dette irlandaise se rapproche du Portugal ou de l'Espagne sur les maturités intermédiaires, malgré un risque de crédit inférieur.

Sur les marchés d'actions, le regain de tensions internationales provoque un repli épidermique du S&P. La saison des résultats aux Etats-Unis n'incite pas à l'optimisme. La croissance des bénéfices est limitée à 1,7%t au 2t19. Les bénéfices baissent de 20% dans le hardware. Le chiffre d'affaires s'effondre également dans le secteur des matériaux de base (-25%). La santé affiche en revanche un rebond de 10% au deuxième trimestre. Sur le plan des performances, l'énergie plonge de 10% en août alors que les rotations sectorielles bénéficient aux services publics (portés par la baisse des taux et leur faible sensibilité aux indices). En Europe, on observe un repli similaire en août accentué dans les secteurs bancaires et l'automobile.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.9 %	+0	-15	-29
EUR Bunds 10a	-0.67%	-2	-29	-91
EUR Bunds 2s10s	23 bp	-2	-15	-62
USD Treasuries 2a	1.54 %	0	-31	-95
USD Treasuries 10a	1.53 %	-7	-54	-115
USD Treasuries 2s10s	-1 bp	-7	-23	-21
GBP Gilt 10a	0.48 %	+1	-21	-80
JPY JGB 10a	-0.26 %	-4	-12	-27
EUR Spreads Souverains (10a)	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	29 bp	+1	+4	-18
Italie	199 bp	-9	+5	-51
Es pagne	80 bp	+2	+5	-38
Inflation Points-m orts (10a)	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	75 bp	-2	-17	-
USD TIPS	155 bp	-1	-23	-16
GBP Gilt Indexés	336 bp	-6	+4	+19
EUR Indices Crédit	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	107 bp	-4	+5	-45
EUR Agences OAS	52 bp	+4	+5	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	48 bp	+6	+4	-15
EUR High Yield Pan-européen OAS	373 bp	-41	+8	-140
EUR/USD Indices CDS 5a	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	52 bp	+1	+5	-36
iTraxx Crossover	271 bp	0	+30	-83
CDX IG	57 bp	+1	+6	-31
CDX High Yield	357 bp	+7	+47	-94
Marchés émergents	26-août-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	367 bp	-1	+39	-48
Devises	26-août-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.110	+0.04	-0.33	-3.05
GBP/USD	\$1.222	+0.43	+0.04	-4.1
USD/JPY	¥106.14	+0.16	+2.55	+3.32
Matières Premières	26-août-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$58.8	-\$0.9	-\$4.6	\$3.8
Or	\$1 528.4	\$23.6	\$107.8	\$246.9
Indices Actions	26-août-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 873	-1.72	-5.04	14.62
EuroStoxx 50	3 349	-0.60	-4.98	11.58
CAC 40	5 351	-0.38	-4.62	13.11
Nikkei 225	20 261	-1.47	-6.45	1.23
Shanghai Composite	2 864	-0.68	-2.75	14.82
VIX - Volatilité implicite	20.00	18.48	64.47	-21.32

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