

STRATÉGIE **HEBDO**

Document destiné aux clients professionnels

12 novembre 2018 /// n°26-2018

Le dollar comme seul refuge

Points clés

- **Le dollar, plus que le T-note, profite de la fragilité du rebond des actions**
- **La Fed maintient le cap, aplatissement de la courbe américaine**
- **L'OPEP sous pression avec la chute du pétrole**
- **Le ralentissement en zone euro ramène le Bund sous 0,40%**
- **Les spreads italiens au-dessus de 300pb**

Le rebond des actions s'est affaibli en fin de semaine, de sorte que l'indice S&P abandonnait 0,9% en séance de vendredi. Le dollar fait clairement figure de valeur refuge alors que le 10 ans est presque inchangé à 3,18%. L'issue des élections de mi-mandat permet toutefois au secteur de la santé de tirer son épingle du jeu.

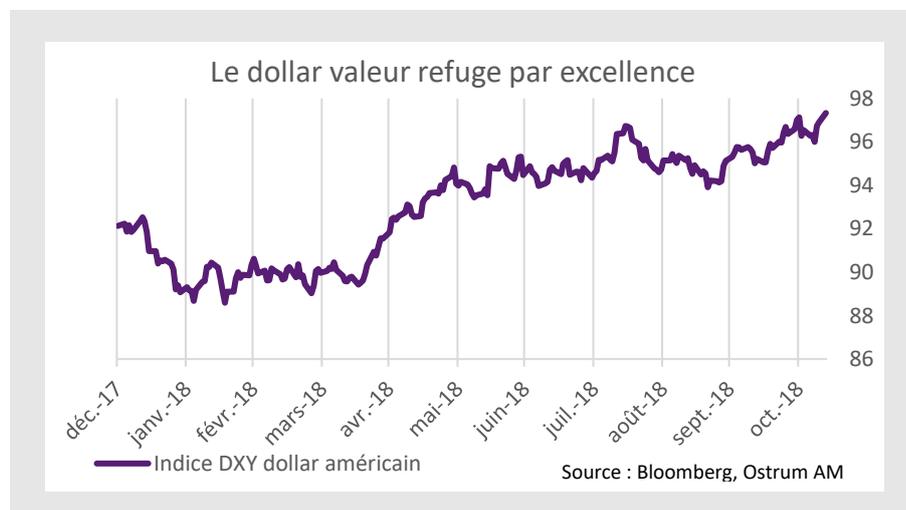
Les marchés européens apparaissent fragilisés par la conjoncture incertaine et les enjeux politiques (Brexit, Italie). L'euro glisse sous 1,13\$. Le scepticisme des investisseurs américains envers l'Europe se manifeste par des flux vendeurs d'actions. Les secteurs cycliques sont en net retrait par rapport aux défensives. Parallèlement, l'imbroglio italien perdure (+16pb sur le spread à 10

ans) entraînant les spreads de l'Espagne et du Portugal à la hausse. Le Bund retombe sous 0,40%. Les spreads de crédit affichent un léger mieux autour de 125pb contre Bund. Les flux vendeurs demeurent importants sur le high yield en euros (394pb). Les indices de CDS s'écartent de nouveau.

Le pétrole poursuit sa baisse (71\$ le baril de Brent) forçant l'OPEP à évoquer une réduction de l'offre. La stratégie du cartel est mise en doute. Les points morts d'inflation ont néanmoins cessé de s'ajuster à la baisse.

La dette émergente en dollars (362pb) subit la chute du pétrole. Le Brésil et l'Indonésie résistent néanmoins.

Le graphique de la semaine



Le dollar américain gagne 5,6% en 2018 contre un panier de devises majeures (indice DXY).

Le repli vers le billet vert semble en premier justifié par le protectionnisme américain et la politique de sanctions envers l'Iran ou la Russie. L'écart de croissance avec le reste du monde induit une politique monétaire moins accommodante avec trois hausses de taux cette année. Enfin, le risque politique italien et le Brexit entretient un climat de défiance favorable au dollar.

La stratégie de l'OPEP en question

La hausse du pétrole avait surpris dans son ampleur, la baisse actuelle semble davantage conforme aux équilibres économiques du secteur. La composante spéculative de la phase haussière était sans doute importante car le sommet des prix correspond exactement à celui du S&P (3 octobre). La liquidation des positions acheteuses jouant l'effet de la baisse des productions iranienne et vénézuélienne explique l'essentiel du retracement des cours (86\$ à 70\$ sur le Brent). Les inventaires ont augmenté et, après une pause, la production semble de nouveau aller de l'avant aux Etats-Unis. L'insuffisance de pipelines pèse sur la production mais les capacités disponibles sont significatives. Le risque pour l'OPEP est que les États-Unis redeviennent le producteur marginal. Les coûts de production plaident pour un baril de WTI entre 35\$ et 55\$. Les producteurs américains gagnent des parts de marché à bon compte alors que l'OPEP maintient des prix (trop) élevés. Le cartel n'est peut-être plus un arrangement viable.

La Fed garde le cap

Aux Etats-Unis, l'issue des élections de mi-mandat est conforme aux sondages. La chambre devient démocrate, le sénat reste républicain. Le Congrès divisé fige sans doute la politique budgétaire jusqu'en 2020. Les deux partis pourraient cependant s'entendre sur un plan d'infrastructures. Sur le plan conjoncturel, l'enquête ISM des services dépeint une croissance soutenue. Les risques sur l'activité apparaissent équilibrés malgré le ralentissement de l'investissement productif. Le marché du travail est tendu mais l'inflation demeure en ligne avec l'objectif de 2%. La Fed n'a donc aucune raison de changer de stratégie. Il conviendrait même de porter davantage d'attention aux risques financiers. Janet Yellen s'en est faite l'écho dernièrement. Le taux des Fed Funds augmentera sans doute de 25pb en décembre. Le marché n'a pas totalement intégré cette hausse. En effet, dès décembre, le risque d'une fermeture temporaire du gouvernement fédéral réapparaîtra. Un nouveau shutdown favoriserait un aplatissement de la courbe américaine.

Les prix à la production accélèrent à 2,9%a avec une hausse, surprenante dans son ampleur (1,6%*m*), des marges de distribution. Cela sera probablement sans effet sur l'indice des prix à la consommation compte tenu de la baisse des prix de l'essence et du dollar fort. Les points morts d'inflation sont ainsi stables. Autour de 3,18%, un biais acheteur reste privilégié sur le T-note, d'autant que nous doutons de la pérennité de l'embellie sur les actions américaines. L'indice S&P a certes effacé la moitié des pertes d'octobre mais l'homogénéité du mouvement haussier et la surperformance des services publics traduisent aussi sa fragilité. Si la croissance bénéficiaire reste solide globalement, le secteur des ressources de base plombé par le protectionnisme et la chute des prix des

matières premières fait exception. Le ralentissement économique dans le reste du monde et les craintes exprimées par la Banque Centrale chinoise constituent des sources de volatilité.

L'horizon s'assombrit en zone euro

En zone euro, la publication d'une croissance nulle voire négative au 3t18 en Allemagne entretient un climat de prudence favorable aux marchés de taux. Le ralentissement de l'activité s'étend au sein de l'union monétaire. L'euro, sous 1,13\$, n'y changera rien et sa dépréciation réduit l'effet bénéfique de la chute du pétrole. Le retournement cyclique semble s'accélérer en Italie où les enquêtes PMI plongent sous le seuil de 50. Dans ce contexte, le rendement allemand à 10 ans revient sous 0,40%. Le niveau actuel est conforme à notre estimation de la valeur d'équilibre et les signaux techniques concluent à une absence de tendance sur le Bund. La neutralité en sensibilité reste donc pleinement justifiée tant que le Bund ne sort de sa fourchette 0,30-0,50%. Par ailleurs, la BCE s'inquiète ouvertement de la situation italienne tout en excluant une intervention sur le BTP. Le spread italien à 10 ans se tend au-delà de 300pb alors que le gouvernement a fait savoir à la Commission Européenne qu'il ne modifierait pas son projet budgétaire. Cela étant, la Banque Centrale utilisera à plein la flexibilité offerte par les montants considérables à réinvestir à l'horizon de septembre 2019 (dont 155mds € d'emprunts d'états). En outre, les TLTROs seront sans doute renouvelées dans le courant de l'année prochaine, soit au moins un an avant leurs dates de maturité prévues. Ainsi, ces prêts vitaux pour les institutions financières espagnoles (170mds € d'encours) et italiennes (250mds €) pourront toujours être comptabilisés dans leurs ratios de financement stable à long terme (NSFR).

Sur les marchés du crédit en zone euro, l'investment grade s'échange à 125pb au-dessus du Bund. La conjoncture économique moins porteuse et l'arrêt prochain du programme d'achat de la BCE ne sont pas favorables à la classe d'actif. Les flux à réinvestir sont insignifiants en 2019 comparativement aux emprunts d'états. Les indices synthétiques apparaissent aussi fragiles que les marchés d'actions. L'iTraxx IG s'échange au-dessus de 70pb. Le contexte est similaire sur le high yield où les flux restent nettement vendeurs. Le spread moyen de la catégorie spéculative s'est néanmoins resserré sous le seuil de 400pb.

Les bourses européennes n'affichent aucun rebond, mais les intervenants ne semblent pas excessivement pessimistes au regard des niveaux de volatilité implicite. La nette surperformance des services publics expose toutefois la prudence des intervenants. Les secteurs cycliques n'en finissent plus de creuser. L'automobile et les ressources de base sont largement décotées. Du point de vue des flux, les investisseurs américains ne semblent pas enclins à revenir sur les fonds d'actions européennes.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	+4	-1	+6
EUR Bunds 10a	0.40%	-4	-10	-3
EUR Bunds 2s10s	97 bp	-7	-9	-9
USD Treasuries 2a	2.9 %	-3	+5	+102
USD Treasuries 10a	3.17 %	-6	+1	+76
USD Treasuries 2s10s	27 bp	-3	-4	-25
GBP Gilt 10a	1.46 %	-8	-17	+27
JPY JGB 10a	0.11 %	-2	-4	+7
EUR Spreads Souverains (10a)	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	38 bp	+1	+1	+2
Italie	306 bp	+10	-2	+147
Espagne	121 bp	+6	+3	+7
Inflation Points-morts (10a)	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	131 bp	0	-8	-12
USD TIPS	205 bp	-2	-7	+7
GBP Gilt Indexés	318 bp	+5	-2	+12
EUR Indices Crédit	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	128 bp	+1	+10	+42
EUR Agences OAS	57 bp	+1	+2	+19
EUR Obligations sécurisées OAS	59 bp	+2	+4	+19
EUR High Yield Pan-européen OAS	399 bp	+4	+29	+105
EUR/USD Indices CDS 5a	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	71 bp	+2	-4	+27
iTraxx Crossover	293 bp	+8	-2	+61
CDX IG	67 bp	+2	+1	+18
CDX High Yield	369 bp	+13	+7	+61
Marchés émergents	13-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	362 bp	+6	+16	+77
Devises	13-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.123	-1.63	-3.09	-6.49
GBP/USD	\$1.288	-1.57	-2.13	-4.7
USD/JPY	¥114.1	-0.54	-2.02	-1.24
Matières Premières	13-nov.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$69.6	-\$2.6	-\$10.5	\$6.2
Or	\$1 201.8	-\$24.3	-\$25.2	-\$101.0
Indices Actions	13-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 726	-0.44	-1.48	1.97
EuroStoxx 50	3 210	0.08	0.49	-8.39
CAC 40	5 081	0.11	-0.30	-4.36
Nikkei 225	21 811	-1.52	-3.90	-4.19
Shanghai Composite	2 655	-0.17	1.84	-19.72
VIX - Volatilité implicite	20.45	2.45	-4.04	85.24

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

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.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France 75013 Paris. 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.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Ce document est publié par la Direction de la Communication d'Ostrum Asset Management.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

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