

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

25 juin 2018 /// n°11-2018

Les marchés à l'épreuve du protectionnisme

Points clés

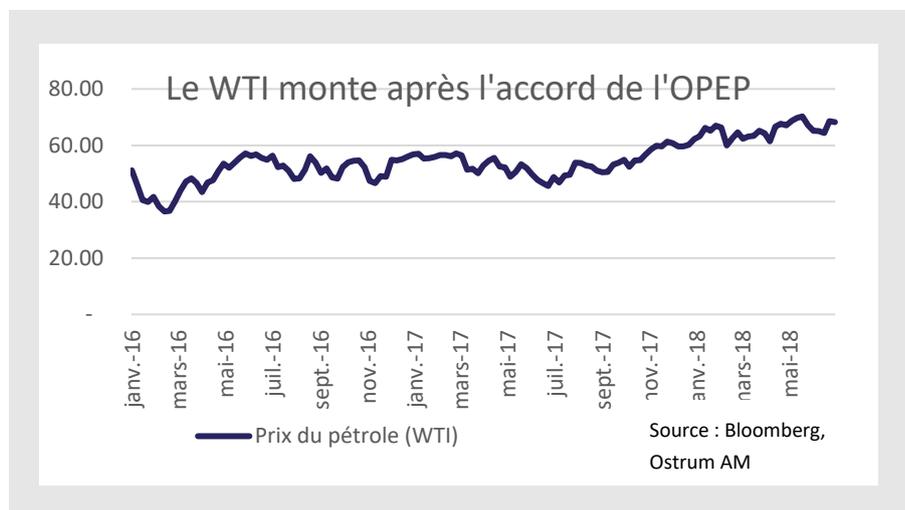
- Les tensions politiques pèsent sur les bourses, le Bund se rapproche de 0,30%
- Le protectionnisme américain s'étend à la technologie
- La dette italienne s'écarte avec un mois de juillet difficile
- Les indices de CDS restent mal orientés
- Accalmie sur la dette émergente

L'emprunt allemand s'est apprécié la semaine passée sur fond de nouvelles mesures protectionnistes américaines et de tensions politiques en Europe. Le Bund cote 0,32% (-7pb) et les actions européennes plongent de près de 2%. Le BTP renoue avec une volatilité plus élevée. Le spread italien à 10 ans s'approche de 250pb et entraîne une nouvelle fois les dettes périphériques dans son sillage. Les indices de crédit synthétiques sont aussi chahutés. L'iTraxx crossover remonte au-delà de 310pb. La volatilité est moindre sur l'obligataire mais les spreads s'élargissent modérément (115pb). Le high yield s'écarte de 19pb contre Bund, soit +78pb désormais en 2018.

Le T-note accompagne le mouvement du Bund malgré une légère sous-performance. Le spread évolue autour de 255pb. Dans le monde émergent, la dette externe émergente se stabilise autour de 355pb contre Treasuries. La bourse chinoise accuse le coup de la politique commerciale américaine. Shanghai est en baisse de 13,5% en 2018.

Le dollar américain fait une pause. L'euro remonte vers 1,17\$. La majorité favorable au statu quo des taux au Royaume-Uni s'effrite. Le sterling regagne du terrain à 1,33\$.

Le graphique de la semaine



L'OPEP a conclu un accord sur la production afin d'augmenter l'offre d'environ 1mn de barils par jour.

L'Arabie Saoudite subit des pressions américaines et chinoises pour faire diminuer les prix. L'Iran n'a pas mis son veto à la décision, ce qui a soutenu les cours.

Cela permettra de compenser les pertes de production liées au Venezuela et aux sanctions contre l'Iran. La production américaine sera aussi encouragée.

Un contexte conflictuel favorable à l'actif sans risque

Le risque politique italien semble s'étendre en Europe. La gestion chaotique de la crise migratoire fait apparaître une nouvelle fois les faiblesses de la gouvernance européenne. Parallèlement, de l'autre côté de l'Atlantique, les mesures protectionnistes de Donald Trump suscitent des représailles chinoises et européennes. Le FMI a mis en garde contre les effets du protectionnisme alors que le ralentissement du commerce mondial semble engagé. La décision de l'OPEP+ de relever sa production d'environ 1mn de barils par jour contribue à stabiliser les cours du brut. Le Brent s'échange à 74 \$ le baril. Cependant, les quotas de 2016 pourraient être rétablis ultérieurement.

La situation cyclique s'est détériorée. L'investissement public et privé continue de ralentir en Chine. La consommation mesurée par les ventes au détail passe sous le rythme de 10% de croissance annuelle. Les enquêtes européennes se sont également retournées entre décembre 2017 et février 2018. L'IFO semble confirmer que l'Allemagne décélère avant même l'introduction de tarifs douaniers américains sur l'automobile notamment. Cette anxiété se traduit par la baisse des bourses européennes de l'ordre de 2% la semaine passée.

Certes, les autorités monétaires en Chine en abaissant les réserves obligatoires utilisent leurs marges de manœuvre pour stimuler le crédit. Mais les sorties de capitaux ont repris et contribuent probablement à un resserrement des conditions financières dans le pays.

L'Italie au centre des préoccupations

La BCE a une nouvelle fois opté pour une prolongation de sa politique accommodante mais elle ne pourra pas empêcher un ralentissement économique. Il s'agit là du principal risque pour l'Italie. La Commission Européenne estime en effet que la dégradation de la productivité globale des facteurs est telle que la croissance potentielle italienne s'élève à seulement 0,5% en 2018-2019.

Ainsi, les emprunts d'état italiens restent particulièrement vulnérables. Les spreads à 10 ans sont proches de 250pb et les conditions d'accès au marché se détériorent déjà sur les maturités les plus lointaines. Les titres à gros coupons sont délaissés dans ce contexte de risque de crédit accru. Si la sortie de l'euro est improbable du fait des coûts économiques associés, la question d'une restructuration de la dette se posera au prochain ralentissement fort en Italie. Le mois de juillet sera délicat pour le Trésor italien. Les émissions prévues sont théoriquement couvertes par des remboursements en août. Or, compte tenu des risques sur la notation (Fitch fin août, Moody's en septembre), les investisseurs pourraient ne pas réinvestir en BTPs immédiatement. Pour ces raisons, nous conservons une préférence pour les emprunts espagnols et portugais. Le risque italien entretient la

demande de Bund (0,32%) et une tendance à l'aplatissement de la courbe. Nous retenons une vue au rétrécissement du spread 2-10a (autour de 100pb actuellement).

Aux Etats-Unis, la politique de la Fed maintient une courbe des taux très plate. L'environnement international favorise le T-note et justifie une surexposition en sensibilité aux taux américains, d'autant que le positionnement vendeur des spéculateurs est susceptible d'engendrer des rachats dans le contexte politique troublé. Tout rachat introduirait probablement une repentification du spread 10-30a. Les flux acheteurs sur les ETFs investis en Treasuries s'opposent aux sorties sur le crédit et le high yield entre autres.

Le T-note fait figure d'actif sans risque et, dans l'univers des actions, la surperformance du S&P traduit également une certaine sécurité offerte par la cote américaine par rapport aux marchés émergents en particulier. Malgré l'accord de l'OPEP, le WTI a nettement rebondi vers 68 \$. Les bénéficiaires de la formation d'un cartel n'en font généralement pas partie. Les valeurs du secteur de l'énergie seront donc favorisées. Cependant, le marché a longtemps été tirée par la technologie. Dans les prochains jours, l'Administration américaine annoncera des contrôles à l'exportation et des restrictions à l'acquisition de technologies avancées par des entités chinoises. Il est probable que cela aura un impact défavorable sur le secteur aux Etats-Unis.

Le dollar fait une pause

La forte hausse du dollar depuis le 16 avril s'explique à la fois par la politique linéaire de la Fed et le rééquilibrage des parités de change après l'introduction de tarifs douaniers par Donald Trump. Cette dynamique pourrait s'estomper si le marché redécouvre les déséquilibres externes des Etats-Unis. La BCE, la BoJ et la BoE hésitent à sortir de leurs politiques ultra-accommodantes. La BoE se rapproche toutefois d'une hausse des taux en août. Andy Haldane a modifié son vote en faveur d'une hausse de 25pb lors de la dernière réunion. La réaction du sterling a été immédiate. La monnaie britannique s'est redressée vers 1,33\$. Sur les marchés émergents, le réal chahuté a été soutenu à plusieurs reprises par les autorités monétaires brésiliennes.

Les marchés émergents restent soumis aux flux vendeurs sur les fonds en devises locales en particulier. En revanche, les spreads en dollars sur l'indice EMBI Global Diversified se sont resserrés de nouveau sur la dette externe vers 350pb. Les primes sur le Mexique (160pb sur le 10 ans souverain) et le Brésil (300pb) se détendent quelque peu. La Turquie (400pb) ne semble pas bénéficier de cette tendance après le résultat contesté des élections présidentielles.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	-6	-5	-5
EUR Bunds 10a	0.33%	-7	-8	-10
EUR Bunds 2s10s	100 bp	-1	-3	-5
USD Treasuries 2a	2.53 %	-2	+6	+65
USD Treasuries 10a	2.88 %	-3	-5	+48
USD Treasuries 2s10s	35 bp	-2	-11	-17
GBP Gilt 10a	1.29 %	-3	-3	+10
JPY JGB 10a	0.04 %	-1	-1	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	39 bp	+7	+9	+3
Italie	250 bp	+34	+44	+91
Espagne	102 bp	+17	-4	-12
Inflation Points-morts (10a)	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	147 bp	0	+2	+4
USD TIPS	212 bp	-2	+1	+14
GBP Gilt Indexés	305 bp	-1	+1	-1
EUR Indices Crédit	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	+4	+15	+29
EUR Agences OAS	50 bp	+3	+7	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	54 bp	+3	+10	+14
EUR High Yield Pan-européen OAS	372 bp	+19	+40	+78
EUR/USD Indices CDS 5a	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	73 bp	+5	+8	+28
iTraxx Crossover	312 bp	+15	+17	+80
CDX IG	65 bp	+4	+2	+16
CDX High Yield	341 bp	+8	-2	+34
Marchés émergents	25-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	355 bp	-1	+28	+70
Devises	25-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.170	+1.15	+0.64	-2.52
GBP/USD	\$1.328	+0.83	-0.23	-1.71
USD/JPY	¥109.5	+0.41	-0.07	+2.91
Matières Premières	25-juin-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$74.6	-\$0.7	-\$1.8	\$9.5
Or	\$1 266.7	-\$9.1	-\$31.5	-\$36.1
Indices Actions	25-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 714	-2.16	-0.27	1.51
EuroStoxx 50	3 369	-2.81	-4.16	-3.85
CAC 40	5 284	-3.06	-4.67	-0.54
Nikkei 225	22 338	-1.51	-0.50	-1.87
Shanghai Composite	2 859	-5.38	-8.98	-13.54
VIX - Volatilité implicite	17.72	43.95	34.04	60.51

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 – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738