



ASSET
MANAGEMENT

Les vues de la Gestion à trois mois : reprise de souffle sur les marchés



La Banque Postale AM
34, rue de la Fédération
75737 Paris Cedex 15

Hervé Gouletquer
herve.gouletquer@labanquepostale-am.fr
Tel. (+33) 1 57 24 22 07

Stéphane Déo
stephane.deo@labanquepostale-am.fr
Tel. (+33) 1 57 24 22 76

Classe d'actifs	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Neutre	-
Souverains	Neutre	=
Crédit	Neutre	-

- Nous avons une vue plutôt constructive de l'environnement des marchés à l'horizon des trois prochains mois.
- Du côté de la croissance, le trou d'air laisserait place à des chiffres plus présentables.
- Par ailleurs, le stress politique refluerait. Cela vaudrait des relations commerciales sino-américaines. Cela serait aussi le cas des dossiers européens et au premier chef du Brexit.
- Enfin, il ne fait guère de doutes que le réglage monétaire restera accommodant tant aux Etats-Unis qu'en Zone Euro.
- Il nous semble pourtant que les investisseurs ont déjà largement intégrés ces éléments. A ce titre, nous privilégions le scénario de la reprise de souffle au cours d'ici au début juin prochain.

Les vues de la Gestion à trois mois : reprise de souffle sur les marchés

Diagnostic économique à trois mois

La thèse du trou d'air semble se confirmer. Les indicateurs avancés montrent que la faiblesse économique est concentrée dans le secteur industriel, alors que les données dans le secteur des services semblent plus résistantes. Pour l'instant le secteur manufacturier n'a pas contaminé le reste de l'économie. Par ailleurs, les données les plus récentes semblent montrer un regain de croissance. L'indicateur PMI synthétique s'est redressé dans la majorité des pays. Les surprises économiques semblent remonter aussi, même si cela part de niveaux toujours négatifs. S'il faut rester prudent, cela confirme que la décélération économique est peut-être finie et que l'économie peut s'améliorer dans les mois qui viennent. Ainsi, le « trou d'air » européen tient surtout à l'accumulation d'effets de court terme : norme environnementale dans l'automobile, faible niveau du Rhin qui a pénalisé la production de certaines industries, restockage en cas de guerre commerciale, etc.... Si cette interprétation est correcte, les données prochaines devraient alors confirmer leur stabilisation dans les trois mois qui viennent.

La faiblesse récente du commerce international est à surveiller: effondrement du Baltic index, baisse du fret aérien, etc... C'est lié au « trou d'air » de l'industrie, mais une persistance de la faiblesse remettrait en cause notre scénario. A suivre de près donc.

Il y a peu à attendre de la Fed dans les trois mois qui viennent. La politique monétaire devrait rester inchangée sauf si les données économiques changent suffisamment. On imagine mal un saut de l'inflation ou une accélération économique suffisante pour faire bouger la Fed avant la fin du second trimestre. Il est possible en revanche que la Fed annonce un changement dans son QT avec un ralentissement voire même un arrêt sur la seconde partie de l'année. L'impact de marché devrait être limité.

La BCE fait un concours de « dovishness » avec la Fed. De manière surprenante la BCE a amendé sa *forward guidance* et s'est engagée à conserver ses taux inchangés « jusqu'à la fin de l'année ». Le marché attend même des taux monétaires négatifs jusqu'à fin 2021, et cet aplatissement de la partie courte de

la courbe à évidemment influencé aussi les taux longs qui devraient rester très modérés. En conséquence les écarts de taux souverains se sont aussi resserrés. C'est exactement l'effet souhaité du QE, il semble donc que la BCE ait substitué son instrument de politique, elle utilise la « *forward guidance* » au lieu du QE, mais ait gardé ses mêmes objectifs. Ce message surprenant, qui n'était pas attendu par les marchés, a aussi eu un effet sur l'euro qui s'est déprécié.

Il faut finalement noter que la BCE a confirmé un nouveau TLTRO. C'est sans surprise. Les détails ne sont pas disponibles mais ils semblent proches de la précédente mouture. A confirmer.

Nous déclinons la question du commerce mondial en trois temps. D'abord, la situation à aujourd'hui, avec le constat d'une orientation toujours défavorable. L'indicateur avancé, calculé par l'Organisation Mondiale du Commerce (*World Trade Outlook Indicator*) qui vient d'être publié, suggère une poursuite du ralentissement en début d'année. Le diagnostic est confirmé par le profil baissier de la composante « commandes manufacturières à l'exportation » de l'indice PMI manufacturier pour le monde. Comment ne pas déduire qu'au premier trimestre une faible dynamique du commerce mondial a très certainement pesé sur la croissance économique ? Ensuite, sans doute doit-on lire de façon encourageante les évolutions en cours de la négociation commerciale sino-américaine. Sur le double front du rééquilibrage du commerce bilatéral et du changement des pratiques chinoises en matière de politique économique, un rapprochement des positions de part et d'autre est en cours. Au point que les aspects de suivi des engagements et de forme juridique prise par l'accord en discussion sont aussi abordés. Il se murmure qu'un texte pourrait être signé par les deux Présidents, Trump et Xi, avant la fin mars. Enfin, il faut attirer l'attention sur les éléments de calendrier ; en relation avec les perspectives de croissance économique. Jusqu'à maintenant, l'affaiblissement de la contribution de la demande extérieure, pays par pays, n'a généralement pas impacté négativement une demande intérieure restée bien orientée. Il faut toutefois être attentif à ce que ce premier mouvement ne s'élargisse pas au second, au travers d'une révision à la baisse des intentions d'investissement des entreprises. **Ainsi, le plus tôt un accord entre Chine et Etats-Unis est scellé, le mieux en termes de consolidation de la croissance économique.**

Suivre les dossiers européens est toujours compliqué; par ce que la politique y est un sujet complexe. Ce n'est pas pour autant qu'il faut tout peindre ne gris. Nous jetons sur la réalité du « vieux continent » un regard *in fine* plutôt constructif. Premièrement, nous pensons qu'un Président Trump, dont la cote de popularité auprès des électeurs américains se maintiendrait sur une tendance à

l'amélioration, comme c'est le cas aujourd'hui, ne prendrait pas la décision de surtaxer les automobiles européennes importées. Au titre d'un risque économique supérieur au gain politique. Deuxièmement, tout sera sans doute plus compliqué en termes de gestion des dossiers européens, au lendemain d'élections européennes qui auront abouti à un axe central au Parlement constitué de plus de partis et donc moins facile à gérer. Ce n'est pas pour autant qu'il faille s'attendre à une situation de blocage sur blocage. Troisièmement, nous ne croyons pas à l'apparition d'une crise politique en Italie à un horizon de trois mois. Les critiques de Bruxelles seront mises en sourdine et toute remise en cause du gouvernement n'interviendrait probablement qu'au lendemain des élections européennes. Quatrièmement en Espagne, l'appel à des élections anticipées ne remettrait pas en cause l'orientation actuelle de la politique économique. Cinquièmement, notre conviction d'un *soft Brexit* se trouve plutôt confortée par les péripéties récentes.

Nos convictions financières à trois mois

Nous avons une vue plutôt constructive de l'environnement des marchés à l'horizon des trois prochains mois. Du côté de la croissance, le trou d'air laisserait place à des chiffres plus présentables. Par ailleurs, le stress politique refluerait tandis que les réglages monétaires resteraient accommodants. Il nous semble pourtant que les investisseurs ont déjà largement intégrés ces éléments. A ce titre, **nous privilégions le scénario de la reprise de souffle au cours d'ici au début juin prochain.**

D'un mois à l'autre, nous ne modifions pas beaucoup notre vue sur les marchés de dettes d'Etat. Nous « flirtons » avec la neutralité, mais avec un biais très légèrement négatif. De fait, nous anticipons à trois mois une remontée des taux d'Etat à 10 ans de 10 à 15 centimes, que ce soit aux Etats-Unis ou dans les pays – cœur de la Zone Euro. Pour ce qui est des pays périphériques, la logique de réduction des *spreads* resterait prédominante, dans un contexte caractérisé par des taux directeurs de la BCE bas pour peut-être assez longtemps.

Nous redevenons neutres sur le *Credit*, avec toutefois le maintien d'une surpondération sur la composante *High Yield* européen. La réduction des *spreads*, surtout du côté *Investment Grade*, est largement effectuée. Ce qui diminue, mais n'annule toutefois pas, le potentiel de valorisation. De plus, la recherche de rendement reste un élément porteur (notamment dans une stratégie de portage). Par ailleurs, les fondamentaux restent bons et nous faisons le pari raisonné d'une réduction des risques

spécifiques. *A contrario*, l'équilibre sur le marché primaire se déforme plutôt, avec un dynamisme plus marqué de l'offre que de la demande.

Nous passons neutre sur les actions. Il nous semble que le rebond aux Etats-Unis et en Europe, enregistré sur les deux premiers mois de l'année, est significatif. Il corrige la forte baisse de la fin de 2018 et intègre sans doute une grande partie des développements positifs que nous anticipons dans l'environnement des marchés. A ce titre, nous faisons le choix d'une reprise de souffle à un horizon trois mois, avec des rendements attendus à-peu-près nuls (0 de ce côté-ci de l'Atlantique et -1% de l'autre). Notre vue est un peu plus constructive pour la Chine et, au-delà, pour l'Asie émergente.

Nous avons modifié les pondérations accordées à chacun de nos trois scénarios : 65% pour le central (contre 60% le mois dernier), 20% pour le baissier (contre 25%) et 15% pour le haussier (inchangé). L'idée en appui de cette révision est que le déroulé anticipé en hypothèse central semble se mettre en place. Qu'il s'agisse de l'économie ou de la politique, les premiers enchainements apparaissent. A ce titre, il semble que c'est bien le scénario baissier qui doit se voir attribuer une probabilité plus faible. Même si nous en modifions un peu le contenu, avec un risque politique moins centré sur le couple Chine – Etats-Unis.



Hervé Gouletquer



Stéphane Déo

Nos scénarios de février (à un horizon de trois mois)

- Central : 65% (contre 60% en février)

- L'hypothèse du trou d'air, pour caractériser la croissance économique sur les derniers mois de 2018, paraît se confirmer. Le point bas serait en passe d'être atteint et les perspectives se clarifieraient. Vers une amélioration plus visible sur la seconde partie de l'année ?
- Ce n'est pas pour autant qu'à l'horizon des trois prochains mois les banques centrales se départiraient d'une attitude toujours accommodante en matière de gestion de la politique monétaire.
- Du côté de la politique, nous faisons le pari d'une décrue du stress. Américains et Chinois trouveraient un accord. Celui-ci couvrirait un champ assez large de sujets; même si bien sûr il n'épuise pas tous les motifs de dispute. Le Royaume-Uni ne devrait pas quitter l'UE sans avoir signé un accord en bonne et due forme. Mais le calendrier et le contenu restent à préciser. Nous ne retenons pas l'hypothèse d'une initiative des Etats-Unis contre l'automobile européenne.
- Après le très joli parcours des actifs risqués depuis le début de l'année, sur fond de détente des taux longs, nous anticipons une reprise de souffle au cours des trois prochains mois : *total return de nul à légèrement positif* côté actions et *Credit*, sur fond de hausse modérée des taux d'Etat.

- Baissier 20% (contre 25% en février)

- Le ralentissement de la croissance économique est partout plus prononcé et plus durable qu'envisagé dans le scénario central. La question des degrés de liberté disponibles du côté de la politique économique se positionne sur le devant de la scène. En termes de politique monétaire, ils apparaissent plus nombreux côté américain qu'européen.
- Le stress politique morphe plutôt qu'il ne disparaît. L'initiative reste le plus souvent américaine. Avec l'impression que si les choses sont en passe de s'arranger avec la Chine, les tensions se réveillent avec beaucoup de régions autour du monde, dont l'Europe.
- Sur fond de repli des taux longs et du prix du pétrole, les marchés actions reculent nettement. Le mouvement est plus marqué en Zone Euro qu'aux Etats-Unis et que dans les Emergents, en relation avec un dollar qui recule face à l'euro.

- Haussier : 15% (inchangé par rapport à février)
- Les risques politiques s'estompent plus rapidement que prévu. la confiance revient et les performances économiques sont meilleures qu'attendues. Le marché ne peut que « prendre bonne note » de ces perspectives à la fois dégagées et favorables. L'ambiance reste *risk-on*, avec même l'espoir que cela puisse être durable.

Synthèse des vues à trois mois de la Gestion par classe d'actifs

Classe d'actifs	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Neutre	-
Souverains	Neutre	=
Crédit	Neutre	-

Malgré une évolution favorable de l'environnement (dossier Chine-US, Brexit..) la forte hausse des actions YTD limite à court terme les progressions et nous passons neutre sur les actions. Dans un contexte de stabilité des politiques monétaires, nous sommes neutres sur les govies avec un biais très légèrement haussier sur les taux Etats des pays coeur de la zone euro. Après la bonne performance du Crédit YTD, nous sommes en mode davantage neutre.

Au sein des zones géographiques, ce sont les marchés affectés par les fortes baisses de la fin de l'année 2018 qui enregistrent les meilleures progressions depuis le début de l'année. Cela nous incite à la neutralité à court terme sur les Etats-Unis, l'Europe et le Japon. Concernant la Chine et l'Asie Emergente, nous maintenons un biais favorable en raison des progrès accomplis sur le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine du plan de relance chinois. Les rendements attendus sur une période de trois mois sont nuls sur l'Europe, -1% sur les Etats Unis; alors qu'ils sont légèrement en progression sur la Chine et l'Asie émergente avec respectivement +2% et +1.5%.

Actions (Zone géographique)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone Euro	Neutre	=
Europe Ex-Euro	Neutre	=
Reste Europe	Neutre	=
Etats-Unis	Neutre	-
Japon	Neutre	=
Chine	Positive	=
Marchés émergents	Positive	=

Souverains	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Neutre	=
Core Euro	Neutre	=
Emergents USD	Neutre	=
Emergents Devise Locale	Neutre	=
Etats-Unis	Neutre	+
Indexé Inflation	Neutre	=
Obligation sécurisée	Positive	=
Agencies Euro	Neutre	=

Nous ne modifions pas beaucoup nos prévisions et nos positions décidées il y a un mois. Cela signifie que nous maintenons une attitude neutre, avec un biais légèrement négatif sur les marchés de taux des pays "coeur". Nous attendons notamment une poursuite de la décompression des rendements liée à une baisse des incertitudes politiques internationales (accord sino-américain en mars et probabilité plus forte d'un "soft Brexit").

Toutefois, la prudence des banques centrales limitera toute hausse. Nous optons pour une Fed qui n'agirait qu'au second semestre, avec une hausse de taux et un arrêt de la réduction de son bilan, et une BCE qui après avoir décidé de lancer un nouveau LTRO conditionnerait toute hausse de taux, au mieux en début d'année prochaine, à l'action de la Fed, et ceci afin de contenir les pressions sur l'Euro.

Par ailleurs, nous restons plutôt constructifs sur les taux périphériques euro. D'un côté les spreads, déjà revenus sur des plus bas de plusieurs mois, devraient bénéficier d'un contexte de recherche de rendement, avec des taux directeurs bas pour encore assez longtemps, et du LTRO. En outre, l'Italie reste sensible aux données macroéconomiques domestiques fragiles mais pourrait présenter de la valeur en cas de tension au sein de la coalition au gouvernement. Enfin, nous maintenons une vue neutre sur l'inflation de la zone euro

Nous restons surpondérés sur cette classe d'actif, malgré des perspectives de hausse sur les sous-jacents des obligations convertibles européennes plus faibles compte tenu de leur performances récentes. En effet, avec des fondamentaux économiques qui se stabilisent en tendance les marchés gardent du potentiel à moyen terme. De plus, les valorisations des obligations convertibles sont très raisonnables avec des spreads de crédit dorénavant plus rémunérateurs. Par ailleurs l'attractivité de certains dossiers spécifiques notamment dans le domaine des fusions & acquisitions restent d'actualité.

Convertibles	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positive	=

Crédit	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Investment Grade ZE	Neutre	-
Crossover ZE	Neutre	-
High Yield ZE	Positive	=
Investment Grade US	Neutre	=

En Europe, Les fondamentaux restent bons, et les risques spécifiques (Brexit, Guerre Commerciale) devraient s'atténuer progressivement au cours des 3 prochains mois. Du côté des facteurs techniques, ceux-ci sont un peu plus favorables : le mois de Janvier a vu moins d'émissions primaires qu'anticipé sur l'IG, et quasiment aucune en HY. Au cours des 3 prochains mois, au gré des périodes de résultats, le montant de nouvelles émissions devrait rester "raisonné". La demande, notamment de la part d'investisseurs "long terme", devrait rester présente dans une optique de recherche de rendement, d'autant que les taux d'Etat restent bas. La valorisation du crédit EURO est moins attractive en absolu suite au rallie de janvier (-20 bps sur l'IG, -75 bps sur le HY). Les spreads restent néanmoins sur leurs niveaux pré CSPP et, surtout, attractifs en comparaison aux taux d'Etat (0.15% sur le 10 ans allemand). Enfin, les communications "dovish" des banques centrales redonnent confiance aux investisseurs. Nous passons donc positifs sur le crédit Euro, anticipant un retour des spreads vers leurs moyennes long terme (120bps sur l'IG, 400 sur le HY) Aux US, après le très fort rally de Janvier, qui a totalement effacé l'écartement de décembre et une partie de celui de novembre, la valorisation des spreads apparait à nouveau élevée, surtout en comparaison aux taux d'Etat et aux spreads européens (Spread US IG ramené en Euro à 100bps vs 137 pour un indice IG EURO). La communication de la FED, très "dovish", et des fondamentaux toujours bons nous laissent néanmoins à la neutralité sur ce segment

L'EURUSD devrait être à nouveau stable autour de 1.13. La FED a annoncé faire une pause dans la normalisation de sa politique monétaire, repoussant d'autant les perspectives de hausse des taux européens. Nous n'anticipons plus de hausse des taux, des deux côtés de l'Atlantique, avant la fin de l'année. Sans bonne nouvelle sur le front de la croissance européenne, qui a beaucoup déçu depuis quelques trimestres, et en période d'élection européenne, l'Euro ne devrait pas être soutenu. En revanche, une éventuelle résolution du Brexit, une résolution des tensions commerciales entre les US et la Chine, et l'excédent commercial européen, favorisent l'EUR.

La baisse de la production OPEP est compensée par la hausse de la production US. Saisonnalité défavorable (maintenance des raffineries). Techniquement neutre, le retracement Fibonacci a atteint les 38.2.

Change et Matières premières	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR-USD	Neutre	=
Pétrole	Neutre	=
Or	Neutre	=

Anticipations à 3 mois des niveaux de marché

Niveaux attendus à l'horizon 3 mois

Produit de Taux - Crédit	Niveau actuel *	Niveau anticipé
Titre d'Etat 10 Etats-Unis	2,64	2,75
Titre d'Etat 10 ans Royaume-Uni	1,18	1,40
Titre d'Etat 10 ans Allemagne	0,05	0,20
Titre d'Etat 10 ans France	0,41	0,55
Titre d'Etat 10 ans Italie	2,52	2,60
Taux 10 ans inflation Zone Euro	1,28	1,30
Crédit Zone Euro Investment Grade	1,29	1,22
Crédit Zone Euro High Yield	4,11	3,99
Crédit Zone Euro Cross Over	1,67	1,57

Actions	Niveau actuel *	Niveau anticipé
S&P 500 - Etats-Unis	2749	2706
MSCI - Royaume-Uni	2066	2040
Euro Stoxx - Zone Euro	361	357
Nikkei - Japon	21026	20920
MSCI Chine - Grande Chine	83	84
MSCI Emergent - EM	1044	1049

Matière Première	Niveau actuel *	Niveau anticipé
Or (USD par once)	1294	1280
Pétrole brut (Brent, USD par baril)	65,1	65,0

Taux de Change	Niveau actuel *	Niveau anticipé
EUR-USD	1,12	1,13

*: en date du 8 mars 2019

Marchés des taux	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
Eonia	-0,36	+0,00	-0,00	-0,01
Euribor 3 Mois	-0,31	+0,00	0,00	+0,00
Libor USD 3 Mois	+2,59	-0,00	-0,10	-0,21
Schatz 2 ans (Titres d'Etat Allemagne)	-0,55	-0,04	+0,03	+0,06
Bund 10 ans (Titres d'Etat Allemagne)	+0,06	-0,13	-0,03	-0,19
Swap Inflation 5 ans dans 5 ans Zone Euro	+1,46	-0,04	+0,02	-0,15
T-Notes 2 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,46	-0,09	-0,00	-0,02
T-Notes 10 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,64	-0,12	+0,00	-0,05

Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
France	+0,35	+0,40	+0,45	+0,47
Autriche	+0,33	+0,35	+0,23	+0,26
Pays-Bas	+0,09	+0,10	+0,11	+0,15
Finlande	+0,25	+0,26	+0,26	+0,31
Belgique	+0,49	+0,52	+0,61	+0,53
Irlande	+0,62	+0,65	+0,79	+0,66
Portugal	+1,31	+1,31	+1,56	+1,48
Espagne	+1,02	+1,01	+1,15	+1,17
Italie	+2,46	+2,55	+2,87	+2,50

Marché du crédit	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
Itraxx Main	64,10	2,50%	-13,14%	-27,46%
Itraxx Crossover	288,25	3,34%	-9,59%	-18,50%
Itraxx Financials Senior	76,77	2,31%	-17,23%	-30,24%

Marché actions	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
S&P 500	2 748,93	-1,95%	1,52%	9,66%
Eurostoxx 50	3 288,40	-0,72%	4,87%	9,56%
CAC 40	5 244,48	-0,39%	5,70%	10,86%
Dax 30	11 439,46	-1,40%	4,88%	8,34%
Nikkei 225	21 025,56	-2,67%	3,41%	5,05%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1 043,56	-0,76%	0,73%	8,05%

Matières premières	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
Pétrole (Brent, \$/baril)	65,07	0,00%	4,90%	19,81%
Or (\$/once)	1 294,09	0,05%	-1,54%	0,90%

Marché des changes	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
EUR/USD	1,12	-1,31%	-0,94%	-2,19%
USD/JPY	111,15	-0,66%	1,29%	1,33%
EUR/GBP	0,86	-0,39%	-1,91%	-4,63%
EUR/CHF	1,13	-0,27%	-0,01%	0,64%

Volatilité	08/03/2019	Sur 1 semaine	Sur un mois	le 31/12/2018
VIX (S&P 500)	17,45	28,59%	11,01%	-31,35%
V2X (Euro Stoxx50)	14,30	6,97%	-12,32%	-40,07%
MOVE (US Treasury)	45,83	-4,33%	-7,65%	-31,17%

Les informations sont données à titre purement indicatif et ne sauraient engager la responsabilité de La BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT quant à leur caractère précis ou pérenne.

Les informations communiquées reflètent l'opinion de La BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT au jour de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire du moment.

Ce document ne constitue ni un avis juridique ni fiscal.

Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBPAM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers.