

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

24 juin 2019 /// n°21-2019

La Fed perd patience

Points clés

- **Le communiqué laisse entrevoir une prochaine baisse des taux**
- **L'équilibre des marchés dépend crucialement d'une baisse des taux**
- **Treasuries : pentification et remontée des points morts à venir**
- **La baisse du dollar profite aux actifs risqués**

Le communiqué de la Fed est venu confirmer les anticipations du marché. Un allègement est à venir, ce qui a contribué à rendre plus pentue la courbe américaine (+6pb sur le spread 2-10 ans). Les perspectives de taux plus bas ont profité à l'ensemble des actifs risqués. Le S&P et l'Europe s'adjugent 2% sur la semaine tandis que Shanghai progresse de 4%.

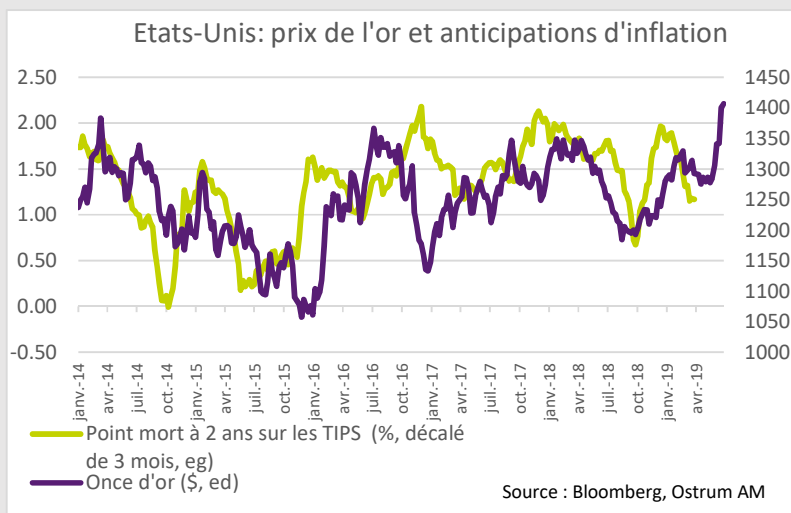
La spéculation sur les crypto-monnaies est relancée. L'or s'inscrit aussi en fort rebond (+5%) entraînant les points morts d'inflation à la hausse. Les tensions

dans le Golfe ont finalement provoqué une hausse du brut.

En Europe, le discours de Mario Draghi avait engendré un fort ajustement portant le Bund à 10 ans sous le niveau de -0,30%. La plupart des spreads souverains diminuent. Le crédit bénéficie aussi de la recherche de rendement dans le sillage des indices synthétiques de nouveau au plus serré.

La baisse du dollar s'observe aussi bien sur les grandes devises que sur les monnaies des pays émergents. L'euro-dollar s'approche de 1,14\$.

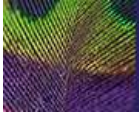
Le graphique de la semaine



Selon certains membres du FOMC, une politique plus accommodante est nécessaire en raison de la diminution des anticipations d'inflation.

La chute du dollar induit par la baisse attendue des taux de la Fed a provoqué une hausse du prix de l'or, qui traduit généralement des anticipations de perte de pouvoir d'achat.

Si ce lien historique perdure, les points morts d'inflation devraient remonter vers des niveaux compatibles avec la cible de la Fed.



La Fed perd patience

La Fed indique une croissance modérée. L'activité reste soutenue par la consommation des ménages alors que les dépenses en équipement des entreprises sont moins dynamiques. Les données disponibles laissent entrevoir une croissance annualisée de l'ordre de 2% entre avril et juin. L'inflation est sous l'objectif et les anticipations d'inflation du marché ont fléchi au cours des dernières semaines. La conjoncture actuelle ne justifie aucun ajustement monétaire aux Etats-Unis.

Mais les changements sémantiques dans la communication des Banques Centrales sont toujours lourds de sens. La Fed décrit un climat d'incertitude accrue. Les tensions renouvelées entre la Chine et les Etats-Unis et la situation iranienne entretiennent un climat international délétère en amont du G20 au Japon. Le terme de 'patience' a été retiré du communiqué, ce qui nous permet d'envisager un allègement dès le mois de juillet. La Fed dispose probablement d'une fenêtre pour abaisser ses taux en juillet avant que la remontée de l'inflation en fin d'année. Une unique réduction de 50pb le mois prochain semble le scénario privilégié. Le FOMC oppose néanmoins deux camps : huit de ses membres considèrent que le statu quo en 2019 ; sept autres sont en faveur d'une baisse (totale) de 50pb. Richard Clarida et les autres gouverneurs nommés récemment (Randy Quarles, Michelle Bowman) ont semblé convaincu, en moins de six mois, Jerome Powell d'inverser la tendance sur les taux. Pour des raisons opérationnelles, une baisse des taux serait aussi plus en accord avec l'arrêt déjà programmé de la réduction du bilan dès septembre.

Un rally conditionné à l'action de la Fed

La baisse des taux attendue par les intervenants est cruciale pour maintenir l'équilibre actuel sur les marchés financiers. La Fed s'est mise dans une situation telle que le statu quo raviverait les flux vendeurs d'actifs risqués. Le changement de rhétorique valide le rebond du S&P 500 vers de nouveaux sommets. Les valeurs technologiques et industrielles à fort bêta ont surperformé l'indice et le secteur de l'énergie progresse sur fond de tensions sur les prix de l'or noir. Le secteur financier reste en retrait compte tenu des perspectives de taux. Les petites capitalisations affichent en revanche un retard de performance. Le positionnement des allocataires ne semble pas excessif mais les sorties des fonds actions posent toujours question quant à la pérennité du rally boursier.

Sur le marché des Treasuries, le consensus haussier laisse planer un risque de correction mais le positionnement nettement vendeur des fonds à levier peut signifier le risque inverse de rachats. Une position de neutralité est donc recommandée en sensibilité sur les Treasuries. La pente de la courbe s'accroît, l'allègement promis ayant plus d'impact sur le 2 ans

américain que sur le 10 ans (2,03%). Le spread 5-30 ans est sans doute le plus attractif pour mettre en œuvre cette stratégie. Cet écart est passé de 25pb fin septembre à 77pb actuellement. Cette tendance à la pentification devrait s'amplifier à mesure que les anticipations d'inflation se redressent. La valorisation du 30 ans américain posera aussi question si la Fed réduit la durée de son portefeuille dans les années à venir.

Les emprunts indexés américains sont également bien positionnés pour profiter de l'effet de la baisse du dollar sur les prix. Les breakevens à court terme sont à des niveaux extrêmement faibles compte tenu de l'inertie de la majorité des prix à la consommation. L'inflation sous-jacente (2%y, IPC sous-jacent) est effectivement sans tendance. Parallèlement, le crédit américain et les émergents bénéficient de l'allègement promis et la baisse du dollar. Hormis la Turquie, la volatilité sur les émetteurs investissables est restée réduite, ce qui conforte les stratégies de portage sur cette classe d'actifs. L'offre de rachat de sa dette en dollars par le Pérou constitue un autre signal favorable.

BCE : 'Whatever...'

En zone euro, Mario Draghi cherche à lier les mains de son successeur en agitant le risque de nouvelles baisses de taux voire d'une reprise des achats d'actifs. Le taux applicable aux TLTRO-III dépend du taux de dépôt. La BCE juge sans doute nécessaire de signaler la possibilité d'un ajustement pour s'assurer d'une demande de prêts adéquate en septembre prochain. On peut aussi imaginer un nouveau programme d'achats d'actifs incluant la dette bancaire unsecured. La maturité des TLTRO-III réduite à 2 ans invitera les banques à emprunter davantage sur le marché obligataire.

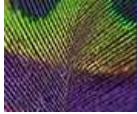
Les rendements souverains marquent des plus bas sans précédents. Le Bund s'échange sous -0,30% dans un marché déserté par les investisseurs institutionnels. La recherche de rendement entretient la tendance à l'aplatissement des courbes. L'OAT oscille autour de 0% à 10 ans, ce qui décourage même les investisseurs japonais. Les Bonos ibériques sont en forte demande. Dans ce contexte, le rendement positif des BTPs italiens ferait presque figure d'anomalie, si la situation des finances publiques n'était pas aussi précaire. L'UE devrait lancer début juillet une procédure pour déficit excessif à l'encontre de l'Italie.

Le crédit européen constitue l'alternative privilégiée à la faiblesse des rendements souverains (amplifiées par la diminution des spreads à long terme). Les entrées sur les fonds de crédit IG ont repris et contribué au resserrement des spreads. Le spread moyen ressort à 112pb contre Bund à la clôture de vendredi, soit un rétrécissement de 10pb sur la semaine. Le high yield enregistre un resserrement encore plus violent de plus de 50pb. L'écart de rendement par rapport au Bund se situe désormais à 333pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.74 %	-5	-11	-13
EUR Bunds 10a	-0.31%	-6	-19	-55
EUR Bunds 2s10s	44 bp	-1	-8	-42
USD Treasuries 2a	1.73 %	-14	-44	-76
USD Treasuries 10a	2.02 %	-7	-30	-66
USD Treasuries 2s10s	29 bp	+7	+14	+9
GBP Gilt 10a	0.82 %	-3	-14	-46
JPY JGB 10a	-0.15 %	-3	-8	-16
EUR Spreads Souverains (10a)	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	33 bp	-2	-7	-14
Italie	246 bp	-8	-21	-4
Es pagne	72 bp	-5	-23	-46
Inflation Points-m orts (10a)	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	80 bp	+14	-8	#VALEUR!
USD TIPS	171 bp	+9	-6	0
GBP Gilt Indexés	334 bp	-4	+1	+16
EUR Indices Crédit	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	112 bp	-10	-7	-40
EUR Agences OAS	51 bp	-2	-3	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	+1	+0	-14
EUR High Yield Pan-européen OAS	333 bp	-50	-53	-180
EUR/USD Indices CDS 5a	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	54 bp	-7	-14	-34
iTraxx Crossover	257 bp	-18	-38	-97
CDX IG	56 bp	-5	-9	-32
CDX High Yield	325 bp	-31	-40	-126
Marchés émergents	24-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	342 bp	-19	-11	-73
Devises	24-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.139	+1.46	+1.67	-0.54
GBP/USD	\$1.273	+1.38	+0.13	-0.12
USD/JPY	¥107.37	+1.12	+1.81	+2.13
Matières Premières	24-juin-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$64.3	\$3.4	-\$3.2	\$9.4
Or	\$1 414.9	\$75.1	\$129.9	\$133.3
Indices Actions	24-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 952	2.17	4.47	17.77
EuroStoxx 50	3 456	2.14	3.13	15.13
CAC 40	5 522	2.43	3.86	16.72
Nikkei 225	21 286	0.77	0.80	6.35
Shanghai Composite	3 008	4.17	5.44	20.62
VIX - Volatilité implicite	15.37	0.13	-3.03	-39.54

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