

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

7 octobre 2019 /// n°33-2019

Fed : une baisse dès octobre ?

Points clés

- **Affaiblissement des enquêtes conjoncturelles**
- **La Fed sous pression pour réduire les taux dès octobre**
- **Coup de semonce sur les actions, puis stabilisation en fin de semaine**
- **Fort écartement du high yield européen**

L'inflexion des enquêtes conjoncturelles (ISM, PMI) a provoqué une chute brutale des marchés actions en deux séances avant une stabilisation vendredi. Le S&P 500 résiste mais les cycliques industrielles affichent de fortes baisses. Les indices européens abandonnent 3% sur la semaine écoulée.

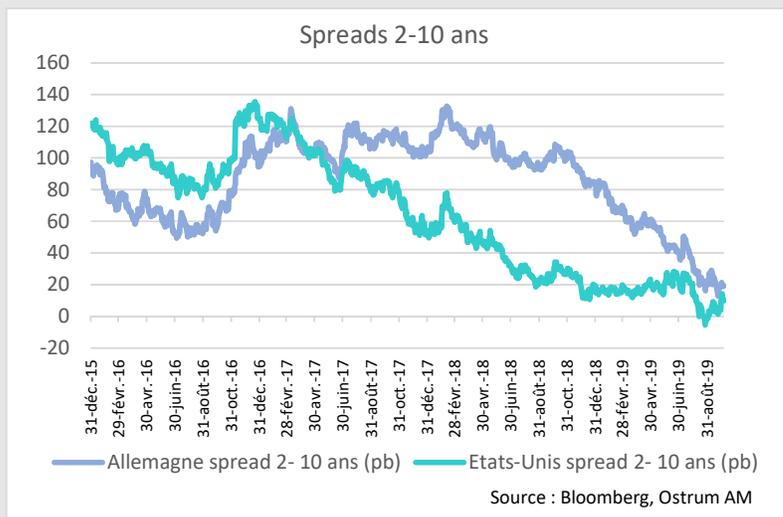
L'accès de volatilité boursière a provoqué une pentification de la courbe des taux américaine qui traduit des anticipations d'un geste de la Fed en fin de mois. Le T-note s'échange au-dessus d'1,50%. Cela maintient à 0% les taux réels à 10 ans. En Europe, le Bund bute sur -0,60% et les spreads

souverains sont d'une remarquable stabilité. Le Gilt suit la tendance des marchés de taux internationaux malgré la cacophonie du Brexit.

La quasi-stabilité du crédit IG (+1pb) contraste avec le fort écartement du high yield européen (+37pb). Le marché est lourd et des risques spécifiques pèsent. L'asset swap spread se dégrade de 15pb à 239pb sur les notations BB européennes.

Le coup de semonce sur les actions profite au yen (sous 107) et à l'once d'or. Le réal brésilien reprend 2,5%.

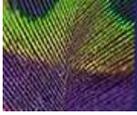
Le graphique de la semaine



Les primes de terme sont faibles sur les marchés obligataires. L'écart 2-10 ans vaut actuellement 19pb sur le Bund et 10pb aux Etats-Unis.

Les QE successifs ont réduit les rendements à long terme. La reprise annoncée du QE en zone euro est l'une des raisons du resserrement observé en Europe.

Aux États-Unis, la Fed semble privilégier les baisses de taux courts ce qui pourrait contribuer à redresser cette marge dans les mois à venir.



Chute des enquêtes conjoncturelles

Les enquêtes conjoncturelles américaines et, à vrai dire mondiales, continuent d'indiquer un fléchissement de la croissance. L'ISM manufacturier s'établit à 47,8 en septembre avec un affaiblissement marqué des composantes de nouvelles commandes (à l'export notamment), de production et d'emploi dans le secteur. L'indicateur des services (52,6) pointe également un ralentissement de l'activité dans les mois à venir. L'économie américaine affichera toutefois une croissance en ligne avec son potentiel entre juillet et septembre. Le PIB a probablement progressé de 2% en rythme annualisé. La consommation des ménages reste l'élément moteur de la demande. Les dépenses d'investissement des entreprises, hors recherche-développement, sont sans relief. En revanche, la construction résidentielle se redresse grâce à la baisse des taux hypothécaires et des inventaires réduits. L'emploi progresse à un rythme proche de l'augmentation moyenne de la population active soit 156k mensuels au 3t19. Le dernier chiffre du chômage (3,5%) apparaît flatteur compte tenu de l'estimation de l'emploi (+390k) issue de l'enquête effectuée auprès des ménages américains. Quoi qu'il en soit, l'économie des Etats-Unis opère sans doute au-dessus de son potentiel et un ralentissement semble inévitable. Les ventes de véhicules toujours supérieures à 17mn d'unités en septembre traduisent des conditions de crédit très accommodantes dans ce secteur. La volonté de prolonger ce cycle de croissance engendre un certain nombre de fragilités financières, que la Fed n'osera pas remettre en cause. Le dernier discours de Jerome Powell est symptomatique d'une Fed sous pression des marchés financiers. Le compte-rendu du FOMC de septembre devrait nous éclairer sur les perspectives de politique monétaire à court terme. Il faudra traiter les risques de tensions sur le repo et délivrer les baisses de taux intégrées dans les cours obligataires et boursiers sous peine de provoquer une correction. Les mauvaises nouvelles ont été prises comme telles avant que les perspectives d'allègement ne stabilisent les actions. Et la Fed ne fait rien pour rétablir le caractère exogène de sa politique monétaire.

Fed : baisse des taux dès octobre ?

Le marché obligataire a logiquement réévalué la probabilité d'une baisse des Fed Funds dès octobre. Cela se traduit immédiatement par un mouvement de pentification renforçant le consensus acheteur de Treasuries. Les fonds spéculatifs tendent à racheter leurs positions vendeuses. Le spread 2-10 ans a augmenté de 9pb la semaine passée. Les swap spreads se sont élargis sous l'effet des interventions de la Fed sur le marché du repo. Ces éléments nous conduisent à maintenir une position constructive sur les Treasuries, en particulier sur les maturités courtes. Une facilité de repo permanente accentuerait encore la demande de Treasuries à court terme.

En zone euro, les indicateurs conjoncturels et l'inflation stable autour d'1% militent pour le maintien de rendements obligataires bas. La publication des minutes de la réunion de septembre devrait lever le voile sur les dissensions au sein du conseil avant la mise en œuvre du QE en novembre. Un relèvement des limites de détention est nécessaire mais plusieurs pays dont l'Allemagne s'y opposent. Le Bund bute sur le niveau de -0,60%. La pente 2-10 ans a peu de marges pour se resserrer davantage. La tendance au resserrement des swap spreads s'atténue. La France s'échange autour de 30pb à l'instar des agences allemandes. Les spreads périphériques sont inertes avec l'Italie autour de 140pb et les dettes ibériques proches de 70pb. L'Italie fera son retour sur le marché en USD avec une transaction multiple sur les maturités de 5, 10 et 30 ans. Il s'agit pour le Trésor italien d'étendre la base d'investisseurs étrangers, qui ne représente plus que 30% de l'encours. Le Portugal a vu sa note relevée par DBRS (BBB), ce qui tend à conforter nos positions acheteuses. Le gouvernement socialiste, quoique toujours minoritaire après les élections de ce weekend, sera sans doute reconduit.

Correction sur le high yield européen

Le marché du crédit est en légère sous-performance. Les spreads investment grade continuent de s'ajuster (+1pb) avant des publications trimestrielles incertaines. Le marché du high yield est en revanche plus chahuté. Le spread moyen contre Bund s'est envolé de 37pb en cinq séances rejoignant le seuil de 400pb. L'indice synthétique représentatif du high yield (iTraxx XO) s'élargit de plus de 20pb à 254pb. La question essentielle est de savoir si les spreads actuels intègrent une prime de risque suffisante en cas de retournement conjoncturel. Outre des risques spécifiques identifiés, le marché semble désormais moins soutenu par la demande institutionnelle. La volatilité des actions a peut-être engendré des flux sortants sur le high yield.

Les indices actions européens ont dévissé en milieu de semaine à la suite des publications américaines. La chute des cours hebdomadaire atteint 3%. Les tendances sectorielles sont similaires à celles des marchés du crédit : les valeurs industrielles cycliques perdent du terrain. L'énergie abandonne 5% dans le sillage de la chute des prix de l'or noir. Les banques européennes et les valeurs liées aux matières premières rechutent lourdement. Les télécommunications et les foncières limitent la casse grâce à la baisse des taux. Les flux finaux restent épars sur les actions européennes. La saison des résultats risque de décevoir, ce qui limite le potentiel haussier.

Enfin, les nouvelles anticipations de baisses des taux de la Fed atténuent la tendance haussière sur le dollar. L'euro se rapproche d'1,10\$ mais, au sein du G10, c'est le yen japonais qui bénéficie davantage de la faiblesse du billet vert.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.77 %	-1	+10	-16
EUR Bunds 10a	-0.58%	0	+6	-82
EUR Bunds 2s10s	20 bp	+0	-3	-65
USD Treasuries 2a	1.45 %	-17	-9	-104
USD Treasuries 10a	1.54 %	-12	-2	-114
USD Treasuries 2s10s	9 bp	+5	+7	-10
GBP Gilt 10a	0.45 %	-4	-6	-83
JPY JGB 10a	-0.22 %	-1	+2	-23
EUR Spreads Souverains (10a)	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	+0	+0	-17
Italie	143 bp	+3	-9	-107
Espagne	71 bp	0	-10	-46
Inflation Points-morts (10a)	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	66 bp	-3	-7	-
USD TIPS	151 bp	-1	-4	-20
GBP Gilt Indexés	339 bp	-2	0	+22
EUR Indices Crédit	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	113 bp	+1	+2	-39
EUR Agences OAS	49 bp	+1	-1	-11
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	0	-3	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	404 bp	+37	+43	-109
EUR/USD Indices CDS 5a	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	58 bp	+3	+10	-30
iTraxx Crossover	252 bp	+21	+13	-101
CDX IG	61 bp	+0	+9	-27
CDX High Yield	359 bp	+8	+32	-91
Marchés émergents	7-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	350 bp	+1	+4	-65
Devises	7-oct.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.098	+0.4	-0.71	-4.1
GBP/USD	\$1.232	-0.02	-0.26	-3.37
USD/JPY	¥107.14	+0.51	-0.08	+2.35
Matières Premières	7-oct.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$59.1	-\$0.1	-\$1.4	\$4.0
Or	\$1 499.5	\$16.1	-\$3.9	\$217.9
Indices Actions	7-oct.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 952	-0.83	-0.90	17.76
EuroStoxx 50	3 471	-2.75	-0.69	15.65
CAC 40	5 522	-2.75	-1.47	16.72
Nikkei 225	21 375	-1.75	0.83	6.80
Shanghai Composite	2 905	-2.41	0.66	16.49
VIX - Volatilité implicite	17.12	5.42	14.13	-32.65

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