

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

28 octobre 2019 /// n°35-2019

## Fed : l'assouplissement se poursuit

### Points clés

- Les marchés d'actions continuent de grimper
- Le Brexit à nouveau reporté
- La Fed poursuit l'assouplissement monétaire
- Les spreads de crédit se resserrent

Les marchés d'actions mondiaux poursuivent leur hausse en progressant de plus d'1% sur la semaine écoulée. Les derniers développements au sujet du Brexit laisse en effet entrevoir un report à janvier 2020 de la date de sortie du RU. Les publications trimestrielles s'avèrent aussi moins mauvaises qu'attendu aux États-Unis.

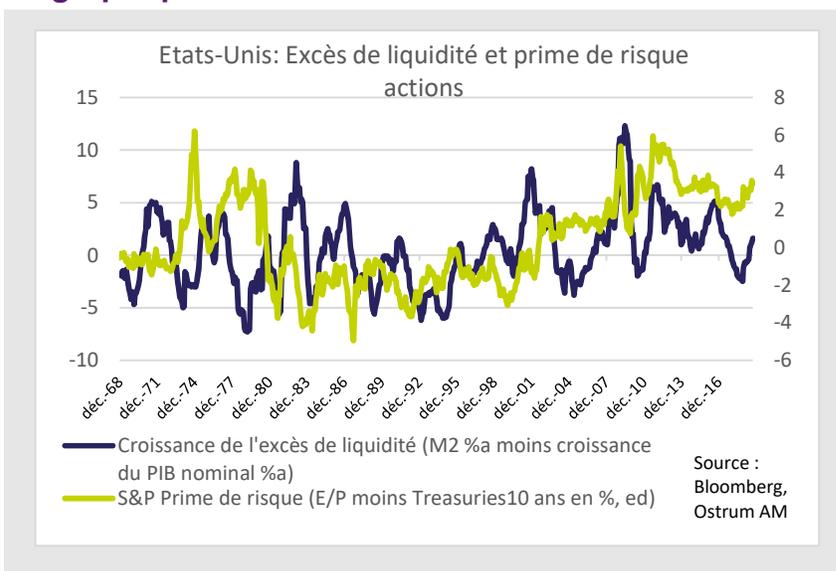
Parallèlement, les taux consolident avec un léger aplatissement de la courbe en zone euro. Les spreads souverains sont inchangés. Les spreads de crédit européen diminuent de 4pb contre Bund. La

reprise du QE à partir du 1<sup>er</sup> novembre maintient les rendements obligataires sous pression.

Le 10 ans américain s'échange au-delà d'1,80% alors que les investisseurs se positionnent avant le FOMC du 31 octobre. Les points morts d'inflation augmentent davantage que les nominaux sous l'effet de la hausse hebdomadaire du brut (+3\$).

Le sterling abandonne une partie de ses gains précédents à 1,28\$. L'euro oscille autour d'1,11\$. Le réal brésilien rebondit de 3%.

### Le graphique de la semaine

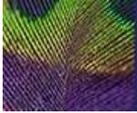


Une prime de risque élevée devrait rendre plus attrayant l'investissement en actions.

Il existe une certaine corrélation entre cette prime et l'excédent de liquidités mesuré par l'écart entre la croissance de M2 et la croissance du PIB nominal.

La monnaie non-absorbée par les transactions de l'économie réelle tend à accentuer l'écart entre le rendement (des bénéfiques) des actions et le niveau des taux.

L'assouplissement de la Fed apparaît donc favorable aux actions.



## La croissance américaine proche de son potentiel au 3t19

Le chiffre de croissance des Etats-Unis au 3t19 sera publié cette semaine. Il apparaît que l'activité a ralenti à un rythme proche du potentiel estimé par la Réserve Fédérale (1,8%). La demande du consommateur reste le principal moteur de l'économie. Toutefois, la consommation des ménages a décéléré à 2,5%ta environ. L'investissement résidentiel, très sensible au niveau des taux à long terme, constitue une bonne surprise compte tenu du redressement de ventes de maisons neuves au-delà de 700k en fin de trimestre (en rythme annualisé). Ce renouveau de l'investissement logement entretiendra la demande de biens durables pour encore quelques mois. L'investissement des entreprises est faible, notamment les dépenses de structures. Les dépenses d'équipement des entreprises ont probablement fléchi entre juillet et septembre alors que l'investissement en recherche-développement et logiciels continue de progresser. Le déficit commercial a semble-t-il cessé de s'aggraver. La contribution de la demande externe a sans doute été quasi-nulle au 3t19.

Le déficit fédéral est en revanche un point d'inquiétude. Le besoin de financement fédéral atteint 1000mds \$ sur l'exercice fiscal 2019. Cela semble être la réelle motivation du revirement monétaire de la Fed au milieu de l'été. Les primary dealers doivent financer un afflux de Treasuries sur le bilan qui reflètent la baisse de la demande de Treasuries des non-résidents (en particulier celle des Banques Centrales étrangères). Les achats nets de Treasuries ont repris en août à hauteur des tombées du portefeuille de MBS. En outre, le FOMC a décidé d'acheter des T-bills jusqu'en juin 2020 en complément des opérations de repo prorogées jusqu'en janvier 2020. Le bilan de l'institution a gonflé de près de 200mds \$ depuis la mi-septembre. Le FOMC se réunit cette semaine et poursuivra l'assouplissement monétaire en cours. La cible des Fed Funds va diminuer de 25pb à 1,50-1,75%. Le taux des reverse-repos s'établira en dessous de cette borne basse afin de limiter le retrait de liquidité du marché. Le taux IoER va également baisser d'au moins 25pb.

## Rester acheteur de Treasuries

La réaction du marché dépendra davantage du discours entourant ces décisions largement attendues. Jerome Powell a longtemps défendu un scénario d'ajustement de milieu de cycle mais la situation conjoncturelle, notamment le niveau bas du chômage, laisse davantage entrevoir un ralentissement durable, voire une récession. Les marges de manœuvre budgétaire sont inexistantes et l'effet des mesures adoptées jusqu'ici cessera de soutenir la demande en 2020. Autour d'1,85%, le 10 ans américain semble proche de ses points hauts. L'action de la Fed pourrait rendre la courbe plus pentue, en particulier son segment 2-10 ans. En revanche, les swap spreads

restent négatifs sur toutes les maturités au-delà de 3 ans. Le swap spread à 30 ans cote -38pb, du fait du manque d'appétit des institutionnels américains et internationaux (fonds de pension, assureurs) pour les Treasuries.

En zone euro, les enquêtes de conjoncture dépeignent une croissance médiocre proche de 0% au troisième trimestre. Le secteur manufacturier allemand souffre. La BCE reprend son programme d'achat d'actifs cette semaine au rythme de 20mds € mensuels. Le contexte économique local reste favorable à une baisse des taux, les tensions récentes étant davantage liées aux soubresauts du Brexit ou au directionnel taux américain. Les swap spreads sont réduits sur les maturités courtes. Quelques flux payeurs significatifs ont contribué à un élargissement ponctuel sur les maturités longues. Les contraintes pesant sur les achats de titres publics laissent peut-être davantage de latitude sur le crédit. Les spreads de crédit IG se resserrent de 4pb contre le Bund sur une semaine malgré des flux sortants des fonds spécialisés. Il convient sans doute de rester constructif sur le crédit investment grade européen. Concernant le high yield, l'activité primaire ralentie par la saison des publications a permis une stabilisation des spreads autour de 375pb contre Bund. Les fondamentaux se dégradent quelque peu de sorte que l'agence Moody's prévoit une remontée des défauts l'an prochain. Aux Etats-Unis, le secteur de l'énergie est susceptible de connaître une résurgence des défauts de paiement malgré les prix de l'or noir plus élevés. Le rebond du pétrole provoque aussi une hausse des points morts d'inflation aux États-Unis. Les TIPS comptent parmi les actifs les moins chers d'autant que l'inflation sous-jacente est relativement forte (IPC sous-jacent à 2,4%a en septembre).

## Poursuite du rally des actions

Les marchés d'actions continuent leur marche en avant en réaction aux avancées réelles ou supposées sur les fronts du Brexit ou de la guerre commerciale. La volatilité perçue (VIX) s'est effondrée à 13%. Ces marchés dominés par les gestions algorithmiques semblent plus que jamais réagir au flux de nouvelles. Les principaux indices américains marquent ainsi de nouveaux sommets ce lundi. La saison des résultats confirme pourtant le retournement du cycle de profits aux États-Unis. Après 206 publications sur le S&P500, la baisse des profits agrégée se situe à -0,5% avec une faiblesse concentrée dans les matières premières et les équipementiers technologiques. Les services publics et les secteurs liés à la consommation dégagent des croissances positives comprises entre 5 et 9%.

L'Europe suit le mouvement. L'EuroStoxx 50 s'échange au-delà de 3635 points. Les multiples se renchérissent, réduisant quelque peu la prime de risque.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.64 %	+2	+13	-3
EUR Bunds 10a	-0.33%	+2	+24	-57
EUR Bunds 2s10s	32 bp	-1	+12	-54
USD Treasuries 2a	1.65 %	+3	+2	-83
USD Treasuries 10a	1.86 %	+6	+18	-83
USD Treasuries 2s10s	20 bp	+2	+15	+1
GBP Gilt 10a	0.73 %	-2	+23	-55
JPY JGB 10a	-0.12 %	+0	+11	-13
EUR Spreads Souverains (10a)	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	+0	+1	-17
Italie	133 bp	+0	-7	-117
Es pagne	64 bp	+1	-9	-54
Inflation Points-m orts (10a)	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	79 bp	+1	+8	-
USD TIPS	167 bp	+6	+14	-5
GBP Gilt Indexés	311 bp	+1	-31	-6
EUR Indices Crédit	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	102 bp	-4	-10	-50
EUR Agences OAS	46 bp	+0	+0	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	0	+2	-21
EUR High Yield Pan-européen OAS	377 bp	-1	+12	-136
EUR/USD Indices CDS 5a	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	50 bp	-1	-5	-38
iTraxx Crossover	228 bp	+2	-4	-126
CDX IG	53 bp	-1	-7	-35
CDX High Yield	330 bp	-4	-21	-120
Marchés émergents	28-oct.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	326 bp	-6	-19	-89
Devises	28-oct.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.110	-0.49	+1.77	-3.11
GBP/USD	\$1.286	-0.87	+4.66	+0.92
USD/JPY	¥108.99	-0.38	-0.77	+0.61
Matières Premières	28-oct.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$61.7	\$2.8	\$0.7	\$6.6
Or	\$1 491.1	\$6.5	\$20.6	\$209.5
Indices Actions	28-oct.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 039	1.07	2.61	21.23
EuroStoxx 50	3 631	0.85	2.40	20.97
CAC 40	5 741	1.63	1.77	21.35
Nikkei 225	22 867	1.67	4.52	14.25
Shanghai Composite	2 980	1.38	1.63	19.49
VIX - Volatilité implicite	12.96	-7.43	-24.74	-49.02

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](http://www.ostrum.com)