

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

25 mars 2019 /// n°10-2019

La répression financière gagne la Fed

Points clés

- La réduction du bilan de la Fed prendra fin en septembre
- Forte baisse des rendements sans risque
- Chute des enquêtes en zone euro, le Bund en territoire négatif
- Correction sur les marchés d'actions
- La saga du Brexit continue

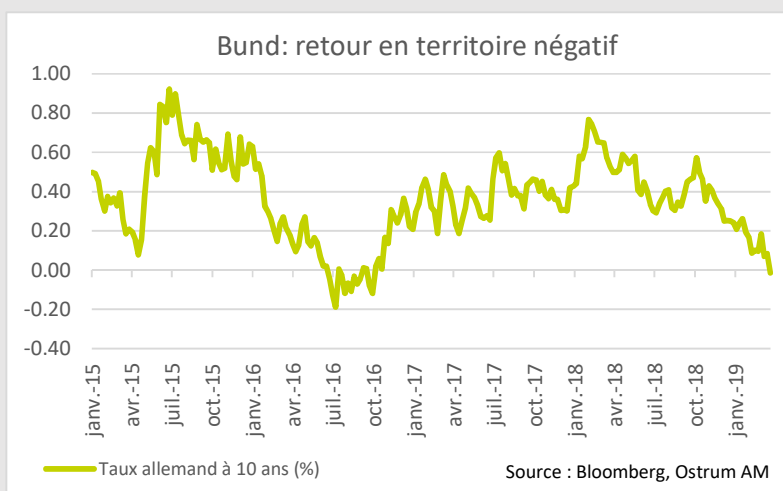
La Réserve Fédérale a annoncé la fin prochaine de sa politique de réduction du bilan. Cette décision a engendré une diminution marquée des rendements obligataires. Le T-note s'échange sous 2,40% après un mouvement de près de 20pb du taux à 10 ans. Le 10 ans américain cote aussi sous le T-bill à 3 mois.

Le rally parallèle du Bund a été amplifié par la chute des PMI allemands de sorte que le taux allemand à 10 ans cote en territoire négatif. L'aplatissement de la courbe est massif en zone euro. La fuite vers la qualité provoque un élargissement limité des spreads italiens et portugais. Les marchés boursiers

européens corrigent de plus de 2%, ce qui constitue un premier coup de semonce après un début d'année en fanfare. Les marchés asiatiques (Nikkei (-3% lundi) respirent également.

La volatilité cotée bondit alors que le changement d'environnement monétaire avait réduit la variabilité des cours. Le crédit résiste malgré l'ajustement des indices synthétiques. Le yen et l'or profitent du surcroît de volatilité. Les spreads émergents affichent un retracement modeste (+6pb sur une semaine).

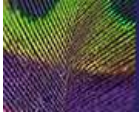
Le graphique de la semaine



Le rendement de l'emprunt allemand à 10 ans est retombé en territoire négatif en fin de semaine. Le Bund s'échange à -0.01%.

La baisse des taux de marché traduit la réaction des intervenants à des enquêtes de conjoncture médiocres, à l'incertitude liée au Brexit et au virage accommodant des politiques monétaires de la BCE et de la Fed.

Le report de toute hausse des taux à 2020 participe aussi à cette fuite vers la qualité.



Fed : le bilan stabilisé dès septembre

La Réserve Fédérale a comme prévu annoncé l'arrêt de la réduction de son bilan dans les prochains mois. Cette décision semble conforme aux propos de Jerome Powell qui évoquait récemment l'objectif de ramener le bilan de l'institution à quelque 16-17% du PIB américain. Cela étant, le calendrier communiqué par le FOMC est plus précis que nous l'avions imaginé. Depuis octobre 2018, la Fed ne réinvestit les tombées de son portefeuille qu'au-delà des seuils de 30mds \$ sur les Treasuries et 20mds \$ sur les créances hypothécaires (MBS). Dès le mois de mai, le plafond applicable aux remboursements de Treasuries sera abaissé à 15mds \$ (mais restera inchangé sur les MBS). Après fin septembre, la totalité des tombées sera réinvestie, de sorte que le bilan sera stabilisé autour de 3650mds \$. En outre, les tombées de MBS seront réinvesties en Treasuries à hauteur de 20mds \$ par mois à partir d'octobre. La Fed entamera alors un rééquilibrage au long cours de son portefeuille en faveur des Treasuries. Quant à la politique de taux, les hausses de 2019 ont été logiquement effacées. Les banquiers centraux entrevoient la possibilité d'une reprise du resserrement en 2020 mais les marchés n'y croient pas et testeront la crédibilité de l'engagement de la Fed sur ce point. La réaction des marchés obligataires traduit aussi la reprise précoce des achats nets de Treasuries cet automne. Cela milite pour un biais acheteur en sensibilité sur le marché américain. Le 5 ans s'échange autour de 2,20%, soit 8pb sous le niveau du 2 ans. En absence de baisse des taux, la reprise des achats nets va amplifier l'inversion du spread 2-5 ans. Au-delà, la pentification devrait se poursuivre. Le spread 10-30 ans cote 45pb. Le consensus haussier sur les Treasuries s'installe en parallèle des rachats de volatilité et d'or. C'est le seul frein à la poursuite du mouvement de taux.

Le Bund en territoire négatif

En zone euro, le Bund subit la tendance imprimée par le FOMC mais répond également à la publication d'enquêtes PMI très dégradées vendredi. L'indice allemand du secteur manufacturier plonge sous le seuil de 45. L'ampleur de la déception explique le retour du 10 ans en territoire négatif (-0,03%) et les achats panique d'emprunts à long terme. L'aplatissement se poursuit sur les taux en euros. Les institutionnels capitulent, les spreads 10-30 ans français ou espagnols offrant encore un peu de valeur. C'est pourquoi, nous conservons un biais acheteur malgré l'absence de valeur. La fuite vers la qualité pénalise les emprunts indexés.

En revanche, les spreads souverains ont peu réagi sur les maturités proches de 10 ans. L'Italie revient néanmoins vers 250pb. L'échange de dette effectué par le Trésor italien permet une meilleure gestion du risque de refinancement mais cristallise aussi des taux d'emprunt élevés. La courbe de spreads italienne pourrait se pentifier davantage. Le Portugal efface

aussi le resserrement de la semaine précédente. L'Espagne résiste après la confirmation de sa note par S&P. Concernant le Gilt, le Brexit amplifie le rally du T-note. Le 10 ans britannique cote environ 1%.

Coup de semonce sur les actions

Le corollaire du repli sur les taux sans risque est une première correction significative sur les marchés d'actions. Les indices européens ont perdu 2% en séance de vendredi. Les marchés boursiers, en lévitation durant l'essentiel du premier trimestre, marquent le pas. La hausse avait été largement entretenue par le changement de ton des banques centrales de sorte que nos objectifs de fin d'année ont été touchés en mars. L'absence de volumes significatifs constituait pourtant un signe de fragilité et l'asymétrie de la volatilité implicite impliquait un excès d'optimisme en milieu de semaine. D'autres éléments nous inquiètent. La surperformance des cycliques (certes appuyées par le redressement des matières premières en 2019) s'est brutalement interrompue en fin de semaine dernière reprenant la tendance indiquée par les enquêtes de conjoncture. En outre, l'effondrement des valeurs bancaires européennes (-6% cette semaine) reflète l'impact de l'environnement de taux bas.

Sur le marché américain, l'indice S&P 500 s'inscrit en baisse d'un peu plus d'1%. Les financières sous-performent très nettement, ce que nous pouvons rapprocher de la platitude de la courbe des taux. L'aversion pour le risque soutient les services publics et les services de télécommunications mais il convient de noter que la technologie résiste. Les bénéficiaires par actions sont attendus en baisse au 1T 2019 dans la plupart des secteurs. L'effet de la réforme fiscale s'estompe aussi et les rachats d'actions n'atteindront plus les niveaux record de l'été 2018. Cela signifie que le rebond des cours boursiers traduit principalement un renchérissement des valorisations. Le S&P (18x) s'échange deux points de PER au-dessus des niveaux de fin d'année, ce qui laisse moins de marge en cas de déception sur les résultats.

Réallocations favorables au crédit

Le marché du crédit profite de l'absence de rendement sur les emprunts d'états. Les allocataires re-pondèrent les emprunts privés après la chute des rendements sans risque. Grâce à ces flux, les émissions d'emprunts privés sont largement sursouscrites, y compris sur des signatures situées au bas de l'échelle investment grade. Les covered bonds (53pb contre Bund), soutenues par l'annonce des nouveaux TLTROs, évoluent en parallèle du Bund. Toutefois, la faiblesse des actions bancaires transparait dans les performances des subordonnées financières. L'indice iTraxx sub s'échange à 180pb. En revanche, le marché du high yield réagit à la correction boursière d'autant que les spreads autour de 400pb apparaissent plutôt chers.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	-4	-1	+4
EUR Bunds 10a	-0.03%	-11	-14	-27
EUR Bunds 2s10s	54 bp	-7	-13	-31
USD Treasuries 2a	2.24 %	-21	-26	-24
USD Treasuries 10a	2.39 %	-21	-27	-29
USD Treasuries 2s10s	15 bp	0	-1	-5
GBP Gilt 10a	0.99 %	-21	-19	-29
JPY JGB 10a	-0.08 %	-5	-5	-9
EUR Spreads Souverains (10a)	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	38 bp	+1	-3	-9
Italie	253 bp	+16	-13	+3
Espagne	113 bp	+5	+7	-5
Inflation Points-morts (10a)	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	189 bp	-7	-4	+18
GBP Gilt Indexés	325 bp	+11	+15	+8
EUR Indices Crédit	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	123 bp	+0	-11	-29
EUR Agences OAS	54 bp	+0	-6	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	+0	-6	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	408 bp	+3	-21	-105
EUR/USD Indices CDS 5a	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	69 bp	+10	+5	-19
iTraxx Crossover	283 bp	+16	-1	-71
CDX IG	69 bp	+12	+9	-19
CDX High Yield	354 bp	+14	+12	-96
Marchés émergents	25-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	352 bp	+6	+1	-63
Devises	25-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.132	-0.33	-0.56	-1.19
GBP/USD	\$1.318	-0.68	-0.55	+3.4
USD/JPY	¥109.83	+1.4	+0.81	-0.15
Matières Premières	25-mars-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$67.4	-\$0.1	\$2.5	\$13.1
Or	\$1 322.7	\$15.0	-\$3.1	\$41.1
Indices Actions	25-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 793	-1.41	-0.11	11.41
EuroStoxx 50	3 300	-2.58	0.62	9.96
CAC 40	5 261	-2.81	0.55	11.20
Nikkei 225	20 977	-2.21	-2.20	4.81
Shanghai Composite	3 043	-1.72	3.45	22.02
VIX - Volatilité implicite	16.94	29.31	14.07	-33.36

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