

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

3 juin 2019 /// n°19-2019

La Fed va-t-elle craquer ?

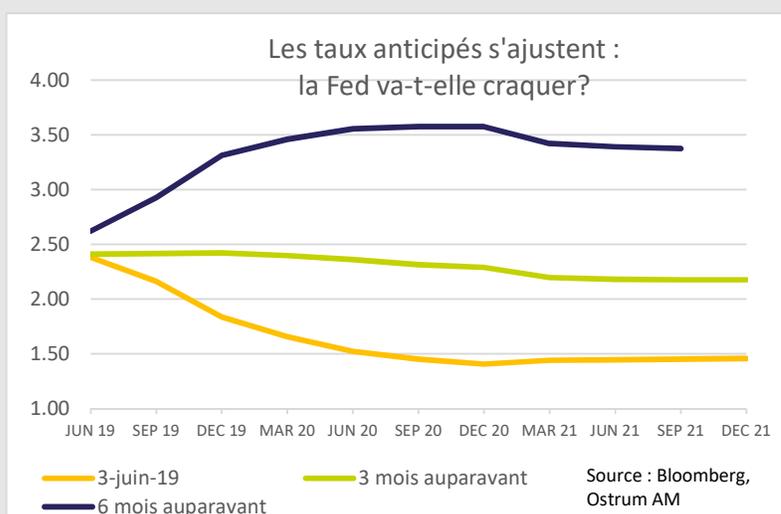
Points clés

- **Trump cible de nouveau le Mexique**
- **Nouveau plongeon des marchés, prudence sur les actions**
- **Le Bund au plus bas historique : maintenir le biais acheteur de taux**
- **Regain de tensions entre l'UE et l'Italie**

L'anxiété grandit sur les marchés financiers à mesure que la guerre commerciale s'intensifie. Les valeurs refuge traditionnelles en bénéficient, notamment l'or, le yen et les principaux taux sans risque. Donald Trump a annoncé la mise en œuvre prochaine de nouveaux tarifs douaniers applicables aux produits mexicains, quelques jours à peine après la ratification par le Congrès de l'accord nord-américain. Le peso mexicain s'ajuste logiquement de 3% face au billet vert. Les marchés d'actions ont plongé de 2,5% aux Etats-Unis et de près de 3% en Europe. Même les services publics n'échappaient pas à la vague vendeuse d'actions. Le baril de

pétrole s'effondre perdant jusque 8\$ sur une semaine. Les taux marquent des plus bas sous le seuil de -0,20% sur le Bund et 2,10% aux Etats-Unis. La recherche de rendement (positif !) pousse les spreads portugais et espagnols à la baisse malgré la volatilité persistante sur le BTP italien. Le sterling et les taux britanniques continuent de glisser, la situation politique intérieure restant incertaine à ce stade. Les spreads de crédit s'élargissent de 3-4pb dans l'univers investment grade européen. Le high yield rattrape le fort décalage haussier des spreads de CDS (iTraxx Crossover +55pb depuis un mois).

Le graphique de la semaine

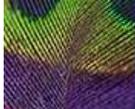


La stabilisation des marchés d'actions, après une correction limitée, requiert désormais un fort ajustement des Fed Funds.

Six mois auparavant, les marchés intégraient la poursuite des relèvements de taux jusque 3,5% à l'horizon du 4t 2019.

La baisse des actions au 4t 2018 s'était soldée par l'arrêt du resserrement. La Fed effaçait alors 3 hausses de taux et annonçait la fin de la réduction du bilan dès septembre 2019.

Les marchés de taux anticipent désormais que Powell jetera l'éponge et réduira les Fed Funds 75pb en moins d'un an.



Trump menace (encore) le Mexique

L'action imprévisible du Président américain en matière de commerce international est la principale raison de la chute des marchés depuis un mois. Les derniers développements ont exacerbé cette baisse. Le ciblage d'entreprises chinoises dont Huawei motive des mesures de représailles, notamment envers FedEx. Une liste d'entreprises américaines « non dignes de confiance » va être établie par Pékin. Après la Turquie, le traitement commercial dont bénéficie l'Inde va être suspendu à partir du 5 juin.

Parallèlement, Donald Trump va décréter des tarifs douaniers applicables aux biens importés du Mexique à partir du 10 juin. Ces tarifs seront croissants de 5% à 25% au cours des prochains mois. La raison invoquée est l'afflux de migrants via le Mexique menaçant la sécurité du pays. Ce durcissement intervient quelques jours à peine après le vote par le Congrès américain de la nouvelle mouture de l'accord de libre-échange nord-américain. La ratification par le Congrès avait été rendue possible par l'abandon de tarifs américains sur les métaux produits au Canada et au Mexique.

Ce brusque retournement rouvre un front dans la guerre commerciale. Or, le commerce entre le Mexique et les Etats-Unis traduit essentiellement l'intégration régionale des chaînes de production. Les deux tiers des importations américaines de biens produits au Mexique reflètent des échanges intra-entreprises. Les biens intermédiaires représentent 40% du volume global. Cette hausse de tarifs pénalisera lourdement l'automobile, qui subit déjà un tassement cyclique de la demande. Les licenciements annoncés ont quadruplé depuis le début de la guerre commerciale dépassant désormais 40k sur un an glissant.

Cela étant, l'économie américaine est très diversifiée et peu ouverte du fait de la prépondérance des services. Le PIB a progressé de 3,1%ta au premier trimestre. Un changement de régime est cependant probable entre avril et juin mais les heures travaillées affichent un acquis de 0,9%ta en avril. La croissance revient sur sa tendance estimée entre 1,5 et 2% l'an. L'ISM manufacturier (52,1 en mai) et l'emploi seront scrutés par les marchés cette semaine. Tout fléchissement validerait les anticipations d'un assouplissement.

Réallocations massives vers l'obligataire

La recherche de sécurité se décline sur l'ensemble des marchés financiers depuis un mois. Selon BofA ML, les fonds d'actions mondiaux enregistrent des rachats à hauteur de 10,3mds \$ (-144mds \$ en 2019), après un court répit d'une semaine. Les sorties sont concentrées aux Etats-Unis mais touchent aussi l'Europe et les émergents. Ces flux s'investissent sur l'obligataire (+165mds \$ en 2019), en priorité sur la dette souveraine. Le monétaire n'est pas en reste compte tenu de la platitude des courbes (en dollars) ou les rendements négatifs en euros ou en yen.

L'indice S&P 500 perd plus de 6% en mai, les secteurs les plus cycliques s'ajustant davantage à la baisse. La hausse du VIX est toutefois restée contenue (18%). Cela traduit sans doute l'espoir d'un message rassurant de la Fed encourageant les vendeurs de volatilité. Sur le marché américain, l'équipement hardware et les semi-conducteurs, au cœur de la crise sino-américaine, plongent de 14 et 17%. L'automobile américaine perd 13% en mai. La dynamique sectorielle européenne est similaire. Les valeurs liées aux ressources de base sous-performent nettement depuis un mois mais la baisse est assez homogène sur la semaine écoulée. Les valorisations restent insuffisamment attrayantes pour atténuer l'effet du sentiment très négatif sur la conjoncture internationale. Le poids des flux milite pour une poursuite de la correction boursière d'autant que les indices sont toujours en nette hausse en 2019 (près de 9% sur le S&P ou en Europe).

Les rendements obligataires affichent de nouveaux points bas. Le Bund à 10 ans s'échange sous -0,20%, un niveau comparable à la panique post-Brexit en juin 2016. D'autres indicateurs classiques d'aversion pour le risque sortent du lot. Le yen cote sous 109 pour un dollar et l'or s'inscrit en hausse de 2,3% sur la semaine. Le T-note anticipe que Jerome Powell finira par jeter l'éponge. Un total de trois baisses est intégré par les marchés à l'horizon de juin 2020. On ne peut exclure que la Fed intervienne en dehors du calendrier des réunions, comme cela avait été le cas en 1998, en 2000 ou en 2008. La fuite vers la qualité nourrit le fort consensus haussier sur le T-note. La courbe continue de se pentifier à l'inverse du Bund où les taux à 2 ans déjà très négatifs laisse peu de marge de baisse supplémentaire (-0,65% sur le Schatz). Ainsi, il est difficile de sortir des positions longues en sensibilité tant sur le Bund que sur les Treasuries. Le spread 10-30 ans aux Etats-Unis devrait continuer à se tendre.

Les points morts d'inflation continuent de se comprimer, d'autant que le pétrole a plongé la semaine passée. L'or noir a perdu jusqu'à 8 dollars la semaine passée. Le portage saisonnier protège un peu les emprunts indexés européens mais cela ne durera pas au-delà du mois de juin. Les spreads souverains bougent peu à l'exception du BTP. La situation se tend entre la CE et l'Italie. Le gouvernement était en proie à des dissensions au sujet des réponses à apporter à Bruxelles concernant la trajectoire budgétaire. Conte menace de démissionner. Le BTP à 10 ans traite autour de 280pb contre Bund.

Sur les marchés du crédit, l'élargissement des spreads investment grade reflète avant tout le mouvement du Bund. Le spread moyen ressort à 128pb. Le high yield est davantage vendu d'autant que le marché obligataire spéculatif réagit avec retard (+20pb sur une semaine) à l'élargissement des spreads de CDS. L'iTraxx Crossover cote au-delà de 300pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.65 %	0	-6	-4
EUR Bunds 10a	-0.20%	-6	-23	-44
EUR Bunds 2s10s	45 bp	-6	-17	-41
USD Treasuries 2a	1.88 %	-28	-45	-61
USD Treasuries 10a	2.11 %	-21	-42	-58
USD Treasuries 2s10s	23 bp	+7	+4	+3
GBP Gilt 10a	0.86 %	-9	-36	-42
JPY JGB 10a	-0.09 %	-2	-5	-10
EUR Spreads Souverains (10a)	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	40 bp	0	+6	-7
Italie	276 bp	-6	+23	+26
Es pagne	89 bp	-7	-7	-28
Inflation Points-m orts (10a)	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	174 bp	-3	-17	+3
GBP Gilt Indexés	337 bp	+4	+6	+20
EUR Indices Crédit	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	128 bp	+3	+21	-24
EUR Agences OAS	56 bp	+1	+5	-4
EUR Obligations sécurisées OAS	52 bp	+1	+2	-12
EUR High Yield Pan-européen OAS	420 bp	+20	+58	-93
EUR/USD Indices CDS 5a	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	71 bp	+3	+12	-18
iTraxx Crossover	308 bp	+15	+55	-46
CDX IG	70 bp	+5	+12	-18
CDX High Yield	396 bp	+33	+72	-54
Marchés émergents	3-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	378 bp	+14	+33	-37
Devises	3-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.122	+0.47	+0.13	-2.04
GBP/USD	\$1.264	-0.21	-3.51	-0.84
USD/JPY	¥108.29	+1.15	+2.33	+1.27
Matières Premières	3-juin-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$61.9	-\$6.9	-\$8.1	\$7.0
Or	\$1 321.2	\$43.3	\$39.4	\$39.6
Indices Actions	3-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 741	-2.99	-6.93	9.36
EuroStoxx 50	3 300	-1.90	-5.77	9.96
CAC 40	5 241	-1.78	-5.54	10.80
Nikkei 225	20 411	-3.64	-8.30	1.98
Shanghai Composite	2 890	-0.08	-6.12	15.89
VIX - Volatilité implicite	19.12	20.63	48.56	-24.78

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