

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

8 juillet 2019 /// n°23-2019

Les marchés attendent le Humphrey-Hawkins

Points clés

- **Etats-Unis : l'emploi surprend à la hausse**
- **Le Bund flirte avec le taux de dépôt**
- **Prises de profits sur les Bonos espagnols**
- **Le crédit se resserre, les actions européennes bénéficient du repli de l'euro**

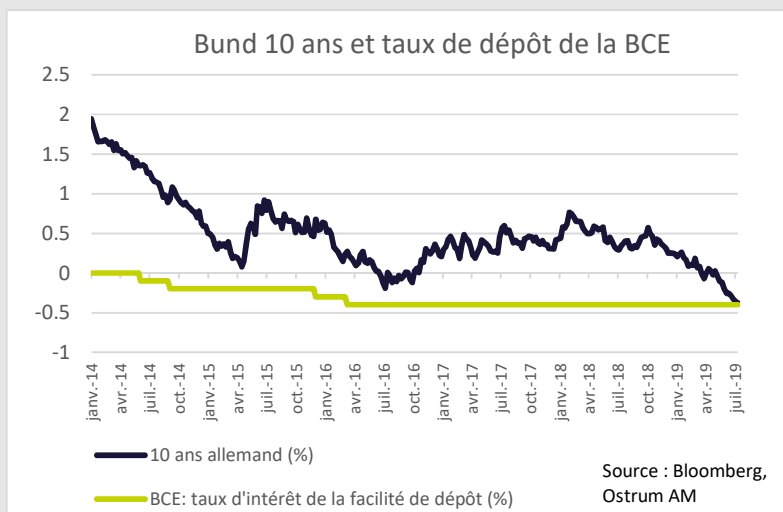
La semaine écourtée par la fête nationale américaine a révélé de nouvelles interrogations. Le chiffre d'emploi de juin (+224k) incite à reconsidérer la décision du prochain FOMC fin juillet. Jerome Powell interviendra devant le Congrès cette semaine pour le discours Humphrey Hawkins. Les taux américains sont stables (proche de 2% à 10 ans) mais la courbe s'aplatit. Les marchés d'actions, focalisés sur la Fed, ont mal réagi à ce bon chiffre d'emploi dans des volumes réduits cependant. Les financières américaines font exception.

En zone euro, le repli de l'euro (1,12 \$) profite aux actions d'autant que les spreads souverains et de

crédit se resserrent. L'Italie ne sera pas sanctionnée par la CE, du moins à court terme. La nomination de Christine Lagarde à la tête de la BCE préfigure le maintien de la politique accommodante.

L'ampleur du rally souverain suscite toutefois des prises de profits en ce début de semaine, notamment sur les Bonos espagnols ce lundi et les indices de crédit synthétique. Les obligations privées cotent 107pb contre Bund (-5pb) et le high yield poursuit sa surperformance. Le limogeage du Banquier Central turc engendre un accès de défiance limitée envers la livre et les spreads sur la dette externe.

Le graphique de la semaine



Le discours de Sintra a engendré une nouvelle vague acheteuse sur le Bund.

Un consensus acheteur s'est développé de sorte que le rendement du Bund a rejoint le niveau du taux de dépôt.

Ce taux correspond au coût de financement marginal du portefeuille de la BCE. Il pourrait être abaissé selon les cotations des instruments dérivés sur le marché monétaire.

Cela pourrait entrainer les rendements allemands vers de nouveaux abysses.



Etats-Unis : surprise positive sur l'emploi

La première semaine du mois est toujours la plus animée en termes de publications économiques. L'emploi américain était très attendu. L'économie américaine a créé selon le BLS 224k emplois nets en juin. Ce chiffre élevé contraste avec le coup d'arrêt observé en mai et l'estimation réduite de l'ADP (104k nouveaux emplois privés). Le taux de chômage remonte légèrement à 3,7% de la population active en juin. Sur le plan de l'activité, les enquêtes ISM traduisent la dichotomie entre le secteur manufacturier (51,7 en juin) et les services (55,1). Le niveau bas des commandes laisse planer un risque sur la production manufacturière (+0,7%a en mai). La production énergétique est néanmoins plus soutenue, de sorte que l'activité industrielle totale progresse de 2% l'an.

Le chiffre d'emploi suscite quelques interrogations sur le prochain mouvement de la Fed. La baisse des taux d'intérêt est une quasi-certitude selon les instruments dérivés sur le marché monétaire. La probabilité d'une réduction de 25pb s'établit à 95%, les 5% restants concernant une baisse de 50pb. Les marchés doutent de la capacité de la Fed à autoriser une correction boursière. Le mandat dual de stabilité des prix et d'emploi soutenable ne jouera aucun rôle dans la décision. La croissance américaine (+3,2%a au 1t 2018) a pourtant accéléré au cours de l'année écoulée avec un net redressement des gains de productivité. Le revirement brutal de la politique de la Fed semble totalement lié à la volatilité boursière au 4t 2018 et en mai. Ainsi, en l'espace de 9 mois, la Fed a effacé 75pb de hausses de taux prévues, annoncé la fin de la politique de resserrement quantitatif dès septembre et réduit le taux de rémunération des réserves excédentaires (IoER) en mai (de 5pb à 2,35%).

La suite logique est une nouvelle baisse pour plusieurs raisons. La Fed peine d'ailleurs à maintenir les Fed Funds effectifs sous le plafond supposé de 2,35%. Réduire les taux d'intérêt limiterait le risque d'une nouvelle hausse du dollar compte tenu du biais accommodant réitéré de la BCE. En outre, l'IoER détermine le coût de financement des actifs détenus par la Fed, qui subit un portage négatif sur son portefeuille de titres. La baisse des taux rétablirait aussi les marges bancaires en rendant la courbe plus pentue.

Neutralité sur le T-note

Le consensus reste acheteur sur les marchés de taux américains, considérant que la Fed sera forcée d'agir. Le T-note à 10 ans intègre le début d'un cycle monétaire qui pourrait porter les taux courts à 1,50% dans un an. Les valorisations (valeur d'équilibre estimée 2,88%) et le consensus laissent planer un risque de correction. Une position de neutralité est recommandée avec un biais à la pentification. La réaction du marché des actions à la publication de l'emploi est caractéristique de la dépendance des marchés à la politique monétaire. Une bonne nouvelle

économique constitue ici un signal vendeur sur les marchés. L'étroitesse des marchés durant le week-end du 4-5 juillet devrait se traduire par davantage de pression vendeuse en début de semaine. Les financières ont toutefois tiré les épingles du jeu en raison de projections de taux perçues comme moins négatives. Parallèlement, le retracement du pétrole pénalise les actions du secteur et les emprunts indexés dont les valorisations relatives restent très basses. La situation iranienne est d'ailleurs ignorée par les intervenants alors que la république islamiste a repris l'enrichissement de l'uranium au-delà des seuils limite de l'accord de 2015. Le chiffre de l'IPC de juin n'inversera sans doute pas la tendance en raison du repli des prix de l'essence.

Actions : poursuite de la hausse sans flux

En Europe, les marchés boursiers profitent du rebond du dollar (+1,5% depuis le 30 juin). Cependant, les révisions de résultats sur 3 mois sont majoritairement orientées à la baisse. Les valorisations agrégées proches de 14x les BPA de l'année 2020 traduisent le manque de croissance mais aussi une disparité forte entre la qualité et les secteurs décotés. Les investisseurs finaux continuent de vendre les actions selon les données de flux. L'enquête ZEW sur l'Euro Stoxx 50 indique aussi un pessimisme inédit depuis la création de l'euro. Les secteurs délaissés depuis le début de l'année dont le transport et les banques par exemple retrouvent des acheteurs. Les restructurations bancaires en Allemagne constituent peut-être un catalyseur de court terme. A l'inverse, les cycliques industrielles glissent conformément aux enquêtes du secteur.

Sur les marchés de taux en zone euro, le Bund flirte avec le taux de dépôt de la BCE (-0,40%). La collecte des fonds monétaires s'accroît contribuant à la hausse de l'agrégat monétaire M3. Le rétrécissement rapide des spreads souverains la semaine passée motivent désormais des prises de profit notamment sur les marchés espagnol et portugais. Le spread à 10 ans s'était réduit à 64pb avant de rebondir à 80pb aujourd'hui. L'Italie (211pb) non sanctionnée par la CE est épargnée. Le renouvellement de la Commission Européenne repousse les débats budgétaires à l'automne. Les BTPs italiens bénéficient de reports jouant la valeur relative. La nomination de Christine Lagarde à la tête de la BCE assure une certaine continuité dans la politique monétaire à venir.

Le rally souverain a précédé celui du crédit qui semble prendre de l'ampleur. Les flux finaux s'accumulent vers le crédit investment grade et le high yield où les spreads diminuent de 13pb sur la semaine écoulée (à 311pb). Nous serons néanmoins attentifs aux signaux de prise de profit sur les indices synthétiques, qui ont tendance à précéder les changements de tendance sur les obligations privées.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.75 %	+1	-8	-14
EUR Bunds 10a	-0.38%	-2	-12	-62
EUR Bunds 2s10s	37 bp	-3	-4	-48
USD Treasuries 2a	1.87 %	+8	+2	-62
USD Treasuries 10a	2.03 %	+0	-6	-66
USD Treasuries 2s10s	16 bp	-8	-8	-4
GBP Gilt 10a	0.71 %	-11	-11	-57
JPY JGB 10a	-0.15 %	+0	-3	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	-1	-4	-17
Italie	213 bp	-20	-49	-37
Espagne	81 bp	+11	0	-37
Inflation Points-morts (10a)	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	84 bp	+5	+4	-
USD TIPS	169 bp	0	-6	-2
GBP Gilt Indexés	326 bp	-3	-15	+9
EUR Indices Crédit	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	107 bp	-5	-18	-45
EUR Agences OAS	47 bp	-3	-7	-13
EUR Obligations sécurisées OAS	45 bp	-2	-3	-18
EUR High Yield Pan-européen OAS	311 bp	-13	-97	-202
EUR/USD Indices CDS 5a	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+0	-11	-37
iTraxx Crossover	247 bp	-1	-27	-106
CDX IG	54 bp	+1	-6	-34
CDX High Yield	327 bp	+4	-26	-124
Marchés émergents	8-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	333 bp	-13	-34	-82
Devises	8-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.122	-0.68	-0.87	-2.05
GBP/USD	\$1.252	-0.94	-1.36	-1.8
USD/JPY	¥108.64	-0.15	-0.08	+0.94
Matières Premières	8-juil.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$64.7	-\$0.4	\$2.5	\$9.7
Or	\$1 398.0	\$11.4	\$70.6	\$116.4
Indices Actions	8-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 976	1.17	3.58	18.72
EuroStoxx 50	3 519	0.61	4.16	17.24
CAC 40	5 579	0.20	4.01	17.94
Nikkei 225	21 534	-0.90	3.11	7.59
Shanghai Composite	2 933	-3.66	3.73	17.62
VIX - Volatilité implicite	14.26	-5.44	-12.52	-43.90

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