

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

15 juillet 2019 /// n°24-2019

## Powell enfonce le clou

### Points clés

- Les anticipations de baisse en juillet confortées par le discours de Powell
- Prises de profit sur le T-note et pentification la semaine passée
- La recherche de rendement reprend en début de semaine
- Etats-Unis : déceptions sur les premières publications trimestrielles

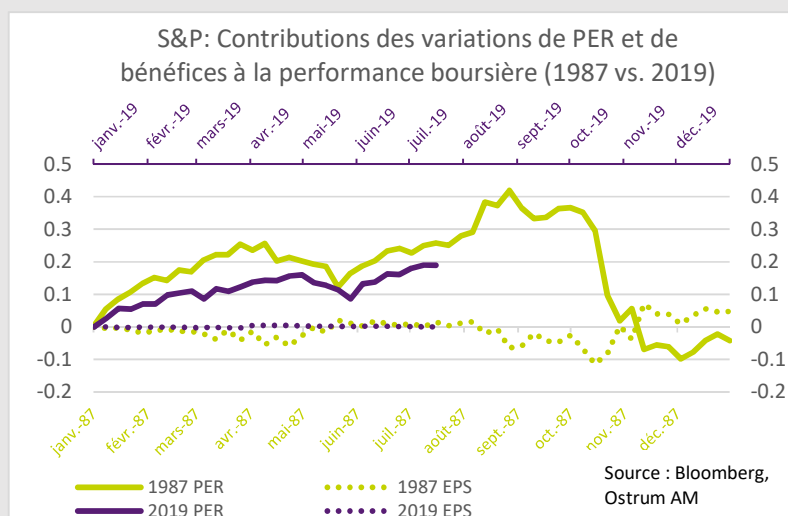
Jerome Powell enfonce le clou la semaine passée devant le Congrès américain. Une baisse des taux en juillet est certaine selon les marchés, la majorité des intervenants anticipant une réduction de 25pb. Le S&P marque de nouveaux sommets au-delà des 3000 points et le dollar se déprécie. La saison des résultats débute pourtant sur une note médiocre. La promesse d'un assouplissement se traduit par une pentification et une hausse des points morts.

Le compte-rendu du dernier comité de la BCE témoigne du biais accommodant réaffirmé à Sintra. Toutefois, le lien avec le T-note reste étroit. Le Bund (-0,24%) subit des prises de profit. Les spreads

souverains sont stables ou en baisse comme en Italie. La recherche de rendement réduit les spreads de crédit, à l'exception du high yield (+36pb) où les valorisations demeurent problématiques. Les actions européennes cotent sur leurs points hauts depuis un an autour des 3500 points sur l'Euro Stoxx 50.

La dette émergente en dollars offre une certaine stabilité (335pb vs. Treasuries). La hausse du réal (+2%) accompagne une diminution des spreads brésiliens. La Turquie est en revanche sous le feu des marchés après la dégradation de la note par Fitch (BB-).

### Le graphique de la semaine



La hausse des actions de 2019 est à contre-courant du cycle. L'assouplissement monétaire contribue à gonfler les multiples de valorisations.

Parallèlement, la contribution de la croissance bénéficiaire est quasi-nulle depuis le début de l'année.

Cette configuration est déjà apparue en 1987 avec un fort renchérissement des actions au premier semestre. La suite s'est révélée moins réjouissante avec le Krach du 19 octobre 1987. Le contexte de taux était toutefois très différent, le 10 ans ayant monté de 300pb entre mars et octobre 1987.



## Powell enfonce le clou

Le discours de Jerome Powell présentant le rapport semestriel sur la politique monétaire devant le Congrès s'est révélé sans surprise. Les marchés financiers sont confortés dans l'idée que la Fed assouplira sa politique à la fin du mois. Les intervenants sur les marchés de taux tablent sur une prochaine baisse des Fed Funds de 25pb à laquelle ils assignent une probabilité de 80%. La seule alternative envisagée est une baisse de 50pb. Le Président de la Fed a largement insisté sur les risques extérieurs. Le climat d'incertitude fait planer un risque baissier sur la croissance économique aux Etats-Unis. La décélération de l'emploi est une réalité mais le rythme de 170k créations nettes par mois reste plus que suffisant pour absorber la hausse de la population active. Le chômage ne devrait pas remonter à court terme. L'inflation reste proche de l'objectif.

L'attention portée à la situation extérieure accentue une tendance initiée par Janet Yellen et Lael Brainard ces dernières années. Le mandat interne de stabilité des prix et d'emploi maximum n'explique plus les décisions rendues par le FOMC. Les risques d'instabilité financière sont régulièrement évoqués mais n'apparaissent jamais dans le communiqué du FOMC. De fait, les évolutions de court terme des marchés financiers ont précipité le revirement de la Fed dès octobre dernier. Autrement dit, la Fed continue d'encourager la prise de risques financiers. Le suivi des risques pesant sur la croissance mondiale traduit probablement le souhait des banquiers centraux d'affaiblir le dollar. Le dollar s'ajuste en effet systématiquement à la hausse en réaction aux salves protectionnistes de Donald Trump. L'Administration américaine presse la Fed d'agir vite au mépris de l'indépendance de l'institution. Ainsi, un mouvement de 50pb peut être envisagé, notamment si la BCE laissait entrevoir une baisse du taux de dépôt auquel l'euro s'avère sensible. La BCE se réunira le 25 juillet une semaine avant le FOMC.

## Flux vendeurs sur les actions

Les marchés d'actions affichent des performances à deux chiffres depuis le début de l'année. Les flux d'allocation d'actifs au plan mondial continuent de montrer une désaffection généralisée envers les actions. Les fonds investis en actions subissent une décollecte considérable chiffrée à 150mds \$ depuis le début de l'année. Les fonds d'actions américaines enregistraient toutefois des flux entrants la semaine passée. Les marchés émergents sont vendus pour une douzième semaine de rang. Les fonds japonais subissent aussi des rachats nets. Ces flux sortants sont réalloués sur l'obligataire à hauteur de 240mds \$ et le monétaire (220mds \$), qui continuent de collecter malgré les taux bas.

A plus court terme, le virage précoce de la Fed provoque une pentification de la courbe des taux américains de sorte que le rendement à 10 ans a

touché un point haut hebdomadaire à 2,14%. Le spread 5-30 ans a repris sa tendance haussière à 76pb. Cela s'accompagne d'une remontée légère des points morts liée d'une part à la surprise haussière sur l'IPC de juin (inflation sous-jacente à +0,3% m) et à la sous-sensibilité moyenne des breakevens à un mouvement de taux nominaux. Il s'agit du contrecoup de l'écrasement des anticipations d'inflation induite par les flux précédents de fuite vers la qualité.

## S&P : premières publications décevantes

Concernant le marché actions, la hausse sans flux finaux se poursuit. Les premières publications de résultats du 2t 2019 n'incitent pas à l'optimisme. L'ampleur du décrochage des ventes mondiales de semi-conducteurs a des conséquences directes sur la rentabilité chez les producteurs américains. Les publications de bénéfices dans l'industrie et la consommation de base sont décevantes. Le risque sur la croissance bénéficiaire intervient alors que le S&P envoie des signaux d'alerte. La proportion élevée de titres cotant au-dessus de leurs moyennes mobiles traduit le caractère indiscriminé du mouvement haussier issu des perspectives de politique monétaire. Le gonflement des valorisations n'est pas sans limite.

En zone euro, le marché de taux respire dans le sillage de la repentification de la courbe aux Etats-Unis. L'emprunt allemand de référence s'échange à un taux de -0,25%. La tendance reste à la recherche de rendement en amont de la réunion de la BCE le 25 juillet prochain. Mario Draghi agitera sans doute le spectre de l'assouplissement monétaire. Une réduction du taux de dépôt et une reprise in light of negative yields i des achats d'actifs sont déjà envisagés. L'inflation (1,2%a selon l'estimation flash de juin) n'est qu'un prétexte tant les niveaux de taux sont déconnectés de l'équilibre spontané des marchés. La dette italienne est recherchée compte tenu des rendements négatifs sur les emprunts souverains notés investment grade d'échéances inférieures à 5 ans. L'absence de sanctions de la CE offre un répit de quelques mois aux BTPs italiens. Le spread italien à 10 ans fond sous 190pb. Les autres spreads sont globalement stabilisés à des niveaux bas.

Sur le marché du crédit, la demande institutionnelle reste bien orientée. Le spread IG euro moyen ressort en baisse d'1pb sur une semaine à 105pb contre Bund. Les swap spread diminuent de 2pb (échéance 10 ans) semblant rattraper la performance des emprunts souverains français ou belges. Toutefois, Moody's déplore la lenteur de la réduction de l'encours des mauvaises créances en Espagne. Ce jugement surprenant au regard de la dynamique conjoncturelle incite à la prudence. Les financières affichaient la semaine passée une légère sous-performance.

Enfin, la dette émergente bénéficie de la politique de la Fed. Le spread s'établit à 335pb malgré la situation turque ayant conduit Fitch à dégrader la note du pays.



## Marchés financiers

| Emprunts d'Etats                | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
|---------------------------------|-------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a                    | -0.73 %     | +1         | -4      | -12       |
| EUR Bunds 10a                   | -0.25%      | +12        | +0      | -49       |
| EUR Bunds 2s10s                 | 48 bp       | +11        | +5      | -37       |
| USD Treasuries 2a               | 1.84 %      | -5         | -1      | -65       |
| USD Treasuries 10a              | 2.09 %      | +5         | +1      | -59       |
| USD Treasuries 2s10s            | 26 bp       | +10        | +2      | +6        |
| GBP Gilt 10a                    | 0.8 %       | +9         | -5      | -48       |
| JPY JGB 10a                     | -0.11 %     | +3         | +2      | -12       |
| EUR Spreads Souverains (10a)    | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
| France                          | 26 bp       | -3         | -9      | -21       |
| Italie                          | 190 bp      | -25        | -70     | -60       |
| Espagne                         | 76 bp       | -4         | +0      | -42       |
| Inflation Points-morts (10a)    | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
| EUR OATi                        | 88 bp       | +4         | +21     | -         |
| USD TIPS                        | 177 bp      | +7         | +13     | +6        |
| GBP Gilt Indexés                | 327 bp      | +0         | -12     | +9        |
| EUR Indices Crédit              | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
| EUR Credit IG OAS               | 105 bp      | -2         | -16     | -47       |
| EUR Agences OAS                 | 47 bp       | +0         | -5      | -13       |
| EUR Obligations sécurisées OAS  | 45 bp       | -1         | -3      | -18       |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 347 bp      | +36        | -40     | -166      |
| EUR/USD Indices CDS 5a          | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
| iTraxx IG                       | 49 bp       | -2         | -12     | -40       |
| iTraxx Crossover                | 243 bp      | -4         | -31     | -110      |
| CDX IG                          | 53 bp       | -1         | -7      | -35       |
| CDX High Yield                  | 325 bp      | -2         | -30     | -125      |
| Marchés émergents               | 15-juil.-19 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2019 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 335 bp      | +2         | -21     | -80       |
| Devises                         | 15-juil.-19 | -1sem (%)  | -1m(%)  | 2019 (%)  |
| EUR/USD                         | \$1.126     | +0.42      | +0.27   | -1.71     |
| GBP/USD                         | \$1.251     | +0.38      | -0.35   | -1.82     |
| USD/JPY                         | ¥107.9      | +0.84      | +0.62   | +1.63     |
| Matières Premières              | 15-juil.-19 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2019 (\$) |
| Brent                           | \$66.4      | \$2.3      | \$5.4   | \$11.5    |
| Or                              | \$1 411.9   | \$15.0     | \$72.2  | \$130.4   |
| Indices Actions                 | 15-juil.-19 | -1sem (%)  | -1m(%)  | 2019 (%)  |
| S&P 500                         | 3 009       | 1.13       | 4.24    | 20.05     |
| EuroStoxx 50                    | 3 502       | -0.61      | 3.64    | 16.69     |
| CAC 40                          | 5 578       | -0.20      | 3.92    | 17.92     |
| Nikkei 225                      | 21 686      | -0.28      | 2.69    | 8.35      |
| Shanghai Composite              | 2 942       | 0.30       | 2.09    | 17.98     |
| VIX - Volatilité implicite      | 12.89       | -7.66      | -15.64  | -49.29    |

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)