

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

29 juillet 2019 /// n°26-2019

## Fed : la baisse obligée

### Points clés

- **BCE : Mario Draghi terminera son mandat par une baisse des taux**
- **La reprise des achats d'actifs complètera l'arsenal de la BCE**
- **La Fed réduira ses taux cette semaine**
- **Les spreads IG orientés à la baisse**

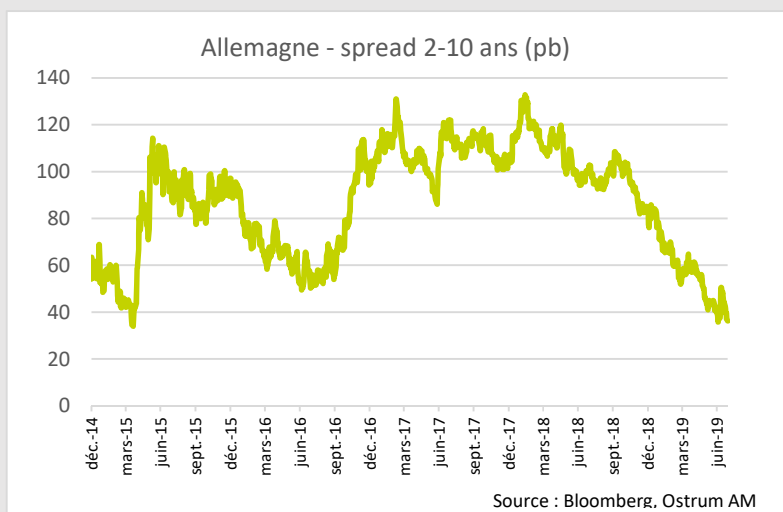
La communication de Mario Draghi la semaine passée a conforté les anticipations d'un assouplissement monétaire en septembre. Une baisse du taux est probable. Une reprise ultérieure des achats d'actifs est évoquée. La Fed devrait également réduire ses taux cette semaine malgré une croissance en ligne avec le potentiel au deuxième trimestre.

Ce soutien monétaire anticipé porte les marchés boursiers américains vers de nouveaux sommets. Le S&P cote 3025 points (+1,7% sur la semaine écoulée). La volatilité reste réduite malgré des publications trimestrielles de résultats sans relief.

Les taux sont stables autour de 2,05% sur le 10 ans américain. Le Bund s'échange à des niveaux proches de -0,40%. Le crédit euro est en forte demande compte tenu d'une reprise possible des achats d'actifs. Le high yield est plus chahuté en raison de valorisations tendues. On observe un mouvement de décompression de la structure par rating des spreads.

Le marché des changes s'anime quelque peu. L'euro s'installe sous 1,12\$. Le sterling intègre désormais une plus forte probabilité d'une sortie sans accord. Le dollar australien repart à la baisse alors que l'allègement promis par la RBA devrait se poursuivre.

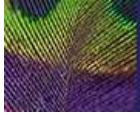
### Le graphique de la semaine



La courbe de taux s'est aplatie fortement depuis l'automne. Le spread 2-10 ans est revenu de 108pb le 5 octobre à 36pb aujourd'hui.

Ce mouvement reflète en premier lieu la perspective d'une reprise des achats d'actifs. Le marché préempte la BCE à l'instar du rally précédant le début des achats en mars 2015.

Par ailleurs, il est possible que les obligations courtes soient délaissées une fois mis en place le mécanisme de tiering des réserves. Une remontée des rendements courts par arbitrage des réserves pourrait amplifier l'aplatissement.



## **BCE : assouplissement à venir**

La BCE s'est engagé à renouer rapidement avec les politiques expansionnistes. Cette posture confirme le biais accommodant entrevu à Sintra. Le communiqué de politique monétaire indique la possibilité d'une baisse des taux à l'horizon du premier semestre 2020. La réduction des taux promise s'accompagne d'une étude de faisabilité d'un système de rémunération des réserves bancaires moins pénalisants pour les institutions financières privées. D'autres options sont évoquées pour assouplir les conditions financières. Un nouveau programme d'achats d'actifs est en effet à l'étude pour compléter le réinvestissement des tombées. La définition de la stabilité des prix a aussi été reformulée de sorte que l'objectif de 2% d'inflation de la BCE est désormais symétrique. La BCE tolérera désormais une inflation un peu plus forte.

Ainsi, Mario Draghi entrevoit une baisse du taux de dépôt de 10pb en septembre. Les baisses ultérieures partiellement intégrées par les marchés seront conditionnées à la mise en œuvre d'un mécanisme de tiering afin de mitiger l'impact des taux bas sur les marges bancaires. Sur le plan opérationnel, la réforme est complexe mais nécessaire pour influencer sur les taux monétaires et l'euro. L'analyse du cycle économique présentée par Mario Draghi est confuse mais laisse entrevoir les raisons d'une reprise du QE. La rechute du PMI manufacturier allemand (43,1 en juillet) inquiète malgré les ressorts internes (croissance soutenue dans la construction et les services). Nous pensons que ces nouveaux achats peuvent aussi être conditionnés au succès des TLTRO-III, moins généreux que la précédente édition. Si les banques préfèrent émettre des titres, la BCE pourrait étendre son programme aux dettes senior. Le conflit d'intérêt lié à la mission de supervision bancaire de la BCE constitue certes une difficulté si la Banque est amenée à recommander la liquidation d'une institution dont elle détient la dette. Ce conflit d'intérêt semble néanmoins gérable et, de fait, la BCE accepte ces titres non-sécurisés en collatéral (78 mds € à ce jour).

## **Fed : la baisse obligée**

L'évènement de la semaine est sans nul doute le FOMC. Le revirement monétaire de la Fed s'est déjà concrétisé par l'abandon des hausses de taux, un arrêt anticipé de la réduction du bilan et une baisse modeste de 5pb de l'loER (un des taux directeurs de la Fed) en mai. Une première baisse des Fed Funds interviendra probablement ce mercredi. Elle n'apparaît pas justifiée par le niveau de la croissance (+2,3%a au 2t19), le chômage (3,7%) ou la baisse transitoire de l'inflation sous 2%. Ce geste s'inscrit cependant dans un cycle d'assouplissement monétaire mondial. La Fed veut probablement éviter que le dollar (que le protectionnisme de Donald Trump renchérit déjà) soit la seule variable d'ajustement du cycle mondial. Une baisse de 50pb ne rassemblera probablement pas la

majorité au sein du FOMC mais on peut imaginer que la réduction de la cible des Fed Funds à 2-2,25% s'accompagne d'un ajustement fort de l'loER (-35pb à 2% ?). Ce taux constitue le coût de financement du portefeuille de la Fed, dont les réinvestissements s'effectuent à des rendements inférieurs actuellement (à l'exception du 30 ans). Par ailleurs, la baisse des taux est tellement intégrée que le statu quo engendrerait une correction boursière. La Fed ne déviara pas de la trajectoire télégraphiée depuis quelques semaines.

## **Equilibre précaire sur les marchés**

Ce contexte monétaire favorise les marchés de taux. Le message de la Fed entourant la décision sera néanmoins crucial. Les marchés intègrent une baisse graduelle de 100pb au total à l'horizon d'un an. Une baisse présentée comme une assurance contre les risques extérieurs serait incompatible avec un cycle complet. Les rendements à 2 et 5 ans pourraient remonter vers 2% et la courbe s'aplatirait de nouveau. Le consensus acheteur augmente le risque de retracement. En revanche, le spread 10-30 ans resterait orienté à la hausse.

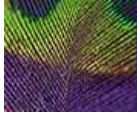
En zone euro, la décision de la BCE a relancé l'aplatissement de la courbe. Le spread 2-10a s'enfonce vers les plus bas de 2015 (35pb). Les emprunts semi-core (France, Belgique) offrent encore une pente attrayante sur leurs segments 10-30 ans (95pb sur l'OAT). Un mouvement de capitulation des institutionnels n'est pas à exclure. Concernant les périphériques, le risque politique en Italie ne s'est pas (encore ?) concrétisé par des élections anticipées. La décision de Fitch (BBB, abaissement possible) le 9 août est une échéance importante qui pourrait raviver la volatilité sur le BTP (198pb contre Bund 10 ans). Cela étant, les maturités courtes sont protégées par les perspectives monétaires. En Espagne, le socialiste Sanchez peine à former un gouvernement, ce qui engendre quelques prises de profits (76pb sur le spread à 10 ans). Par ailleurs, la situation britannique semble sans issue. Boris Johnson se prépare au no-deal et les marchés des changes et de taux lui signifient leur inquiétude. La livre est passée sous 1,23\$ et la volatilité implicite témoigne de la fin d'une certaine complaisance vis-à-vis du trou noir que constituerait un Brexit dur. Le rendement du Gilt plonge à 0,65% face à une BoE paralysée.

La forte demande de crédit euro pousse les spreads sous 100pb contre Bund. La possibilité d'un nouveau CSPP provoque une surperformance de l'IG face au high yield, notamment sur les indices synthétiques. Quant aux actions, les publications présagent d'une contraction des profits au 3t19 aux Etats-Unis. La croissance des bénéfices plafonne à 4%, ce qui sera insuffisant pour maintenir des multiples élevés. C'est là l'enjeu de la décision de la Fed.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.76 %	+1	-1	-15
EUR Bunds 10a	-0.39%	-5	-6	-63
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>37 bp</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-48</b>
USD Treasuries 2a	1.85 %	+3	+9	-64
USD Treasuries 10a	2.06 %	+1	+5	-63
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>21 bp</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>+1</b>
GBP Gilt 10a	0.65 %	-5	-18	-62
JPY JGB 10a	-0.14 %	-1	+2	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	25 bp	-1	-7	-22
Italie	196 bp	-4	-46	-54
Espagne	75 bp	+1	+3	-43
Inflation Points-morts (10a)	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	89 bp	-1	+10	-
USD TIPS	177 bp	-3	+7	+5
GBP Gilt Indexés	335 bp	+3	+7	+18
EUR Indices Crédit	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	98 bp	-6	-14	-54
EUR Agences OAS	45 bp	-1	-5	-15
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	-1	-5	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	344 bp	-28	-5	-169
EUR/USD Indices CDS 5a	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	49 bp	+1	-2	-39
iTraxx Crossover	246 bp	-4	-2	-107
CDX IG	52 bp	-1	-1	-35
CDX High Yield	314 bp	-18	-8	-136
Marchés émergents	29-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	326 bp	-9	-21	-89
Devises	29-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.114	-0.7	-1.35	-2.72
GBP/USD	\$1.223	-2.05	-3.25	-4.09
USD/JPY	¥108.85	-0.89	-0.34	+0.74
Matières Premières	29-juil.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$63.5	\$0.3	-\$1.2	\$8.6
Or	\$1 420.9	-\$5.0	\$34.3	\$139.3
Indices Actions	29-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 022	1.23	2.72	20.54
EuroStoxx 50	3 524	0.96	1.44	17.40
CAC 40	5 601	0.61	1.12	18.40
Nikkei 225	21 617	0.93	1.60	8.00
Shanghai Composite	2 941	1.87	-1.27	17.93
VIX - Volatilité implicite	12.65	-6.50	-16.11	-50.24

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