

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

23 septembre 2019 /// n°31-2019

La Fed face aux tensions sur le repo

Points clés

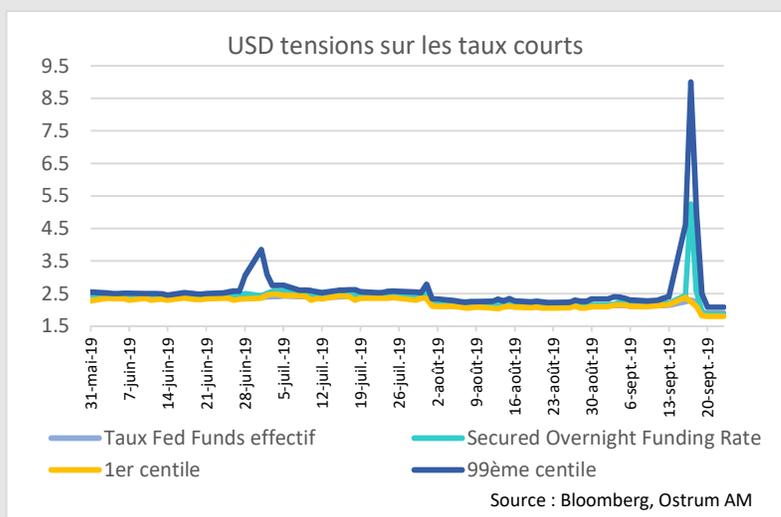
- **Fed : baisse des taux de 25pb, l'IOER diminue de 30bp**
- **Tensions sur le repo : la Fed intervient**
- **Les taux obligataires rechutent : le Bund vers - 0,60%**
- **Les flux ralentissent sur le crédit euro IG, prises de profit sur les actifs risqués**

La réunion du FOMC a été éclipsée par les tensions sur le marché du repo. La Fed est intervenue en procédant à des injections journalières de liquidités. La fin de semaine s'est soldée par des prises de profit sur les actions. Le S&P 500 termine la semaine sous le seuil des 3000 points dans des volumes très étoffés. Des signaux contradictoires au sujet de la Chine et les sanctions américaines envers l'Iran ont déclenché ces rachats. Le marché européen est stable sur la semaine. Les banques, l'automobile et les ressources de base ont effacé une partie des gains post-BCE au bénéfice de la santé et des services publics.

Le T-note revient sous 1,7% et la courbe des rendements s'aplatit. La détente rapide des cours pétroliers pèse sur les points morts d'inflation. Le Bund à 10 ans se rapproche de -0,60% après la publication des enquêtes PMI indiquant une forte contraction de l'activité manufacturière en Allemagne notamment. Le spread de l'Italie s'élargit de 10pb environ.

Le marché du crédit est également plus lourd avec le retour d'une activité plus soutenue sur le primaire en septembre. La faiblesse de la demande de TLTRO laisse présager de fortes émissions de dettes bancaires.

Le graphique de la semaine



Les taux de repo (ici le SOFR : secured overnight funding rate) se sont subitement tendus en début de semaine dernière.

L'excès de demande de financement au jour le jour s'est traduite par une volatilité inhabituelle sur ce marché le 17 septembre. Au plus haut de la journée, le repo s'est négocié à 9% (99^{ème} centile) contre 2,25% environ au plus bas. La Fed est intervenue pour calmer ces tensions en offrant 75mds \$ au jour le jour.

Les tensions sur le repo se sont propagées au taux des Fed Funds (unsecured) cotant au-delà de la borne haute de la cible de la Fed (2,25%).



Tensions sur le repo en USD

La baisse de 25pb des Fed Funds était attendue par les marchés même si l'allègement n'a pas réuni le consensus au sein du FOMC. Les projections du comité indiquent un environnement de croissance et d'inflation stables sans hausse notable du chômage. La décision répond avant tout aux exigences des marchés. L'IoER a diminué de 30pb à 1,80%.

Le marché du repo s'est tendu la semaine passée à la veille du FOMC. Les taux sur les prêts au jour le jour sont montés jusqu'à 10% sur ce marché crucial pour la provision de liquidités à l'économie. Cette hausse est symptomatique du fonctionnement des marchés monétaires depuis la crise financière. Les Banques Centrales y jouent un rôle considérable et ne sont plus qu'un pourvoyeur de liquidités en dernier ressort. En outre, le marché monétaire en blanc (unsecured) s'est fortement contracté au cours des dernières années sous l'effet du QE et d'une réglementation bancaire plus stricte. L'interbancaire ne peut plus se substituer au repo en cas de tensions ponctuelles.

La demande de liquidité a augmenté brutalement en début de semaine dernière. Le paiement de l'impôt sur les sociétés à la mi-septembre induit des sorties des fonds monétaires et le non-renouvellement des lignes de repo détenues par ces fonds. Les coupons payés par le Trésor américain ont aussi induit un besoin ponctuel de liquidités. Enfin, la correction sur le marché des Treasuries après la décision de la BCE avait engendré des ventes par les gestions obligataires. Les teneurs de marché ont subi un afflux de titres dont le financement s'effectue prioritairement sur le marché du repo. Tous ces éléments ont contribué à la hausse de la demande de financement et donc des taux au jour le jour. La Fed est intervenue pour prêter jusqu'à 75mds \$. Cette opération est renouvelée chaque jour depuis mercredi.

Fed : pas de QE mais une nouvelle facilité de repo

La Fed va probablement faire évoluer son mode d'intervention en rendant permanente cette facilité de repo journalière symétrique de la facilité de reverse-repos utilisée pour maintenir les Fed Funds au-dessus de la borne basse de la fourchette. Le montant des reverse-repos atteint régulièrement 300mds \$. Leur taille n'est limitée que par l'encours de titres détenu par la Fed. Il s'agit d'opérations standard mais l'ampleur des provisions et retraits de liquidités simultanés est inédite. Avant la crise, la Fed n'intervenait qu'à la marge lorsque le marché interbancaire ne distribuait pas efficacement les réserves au taux souhaité. La Fed interviendra désormais quotidiennement dans les deux sens pour des montants considérables. En outre, la Fed pourrait décider d'abaisser l'IoER nettement sous la borne basse et élargir la fourchette des Fed Funds afin d'encourager les transactions interbancaires tout

en s'engageant à intervenir aux bornes. Ce schéma d'intervention sera débattu fin octobre.

Rechute des taux, prises de profits sur les actions

Sur les marchés financiers, l'intervention de la Fed s'est traduite par un retour des investisseurs sur les taux sur fond de tensions internationales au sujet de l'Iran. L'attaque des sites d'Aramco n'engendrera pas de choc de production durable et le prix de l'or noir s'est détendu rapidement. Le T-note revient sous le seuil d'1,70% effaçant le mouvement de pentification post-BCE.

En zone euro, la rechute du taux du Bund (-0,58%) s'est renforcée après la publication de PMI allemands décevants (41,4 en septembre). Les excédents budgétaires seront mis à contribution pour soutenir la croissance outre-Rhin. L'annonce par Angela Merkel d'un programme d'investissements verts de 54mds € sur 4 ans (0,4pp de PIB par an) va dans ce sens. Les Pays-Bas prévoient également des investissements publics à hauteur de 0,7pp l'an prochain. Les taux core n'avaient pas réagi à ces annonces, peut-être en raison de valorisations « attrayantes » comme swap. La BCE, qui appelait à davantage de volontarisme sur le plan budgétaire, n'est pas prête à modifier sa politique.

Sur les emprunts souverains, le spread de l'Italie s'est élargi de 10pb sur la semaine. Le positionnement acheteur de BTP des gérants d'actifs a peut-être atteint sa limite. Le risque politique s'est toutefois atténué de sorte que nous anticipons la reprise du resserrement avec le soutien de la BCE. Les Bonos sont recherchés après le relèvement de la note de l'Espagne par S&P (A). Le spread à 10 ans ressort à 73pb contre Bund. Par ailleurs, la faible demande lors du premier TLTRO-III (3mds €) a surpris la plupart des intervenants. Les banques semblent privilégier l'émission de dettes senior mieux traitées réglementairement, sans consommation de collatéral et plus flexibles en termes de maturité.

Ainsi, le marché du crédit est moins bien orienté. Les spreads ont augmenté de 3pb contre Bund sur une semaine à 111pb. Cet écartement des spreads traduit un net ralentissement des flux investis sur la classe d'actifs depuis quelques semaines. Sur le segment du high yield, les spreads sont en hausse de 8pb à 348pb, ce qui est à rapprocher des prises de profit sur les actions et d'autres actifs risqués.

Les principaux marchés d'actions refluent en début de semaine. Les volumes étoffés lors de la séance de baisse de vendredi constituent peut-être un signal de vente. Les services publics surperforment de nouveau aux Etats-Unis et les banques ou l'automobile rechutent en Europe. La dynamique des indices et les hésitations sectorielles semble traduisent l'absence de catalyseur pour une hausse alors que la croissance des résultats ralentit.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.74 %	-2	+15	-13
EUR Bunds 10a	-0.58%	-10	+9	-82
EUR Bunds 2s10s	16 bp	-9	-6	-69
USD Treasuries 2a	1.65 %	-11	+12	-84
USD Treasuries 10a	1.68 %	-16	+15	-100
USD Treasuries 2s10s	4 bp	-5	+3	-16
GBP Gilt 10a	0.55 %	-14	+7	-73
JPY JGB 10a	-0.21 %	-5	+2	-21
EUR Spreads Souverains (10a)	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	29 bp	+1	-1	-17
Italie	141 bp	+9	-58	-109
Es pagne	73 bp	-1	-8	-44
Inflation Points-m orts (10a)	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	74 bp	-6	-2	-
USD TIPS	160 bp	-8	+6	-11
GBP Gilt Indexés	340 bp	-1	+4	+23
EUR Indices Crédit	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	111 bp	+3	+2	-41
EUR Agences OAS	47 bp	-1	-3	-13
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	-1	-3	-21
EUR High Yield Pan-européen OAS	348 bp	+8	-57	-165
EUR/USD Indices CDS 5a	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+9	+3	-33
iTraxx Crossover	222 bp	-22	-50	-132
CDX IG	59 bp	+8	+2	-28
CDX High Yield	324 bp	+8	-33	-126
Marchés émergents	23-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	333 bp	+7	-37	-82
Devises	23-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.099	-0.15	-1.41	-4.06
GBP/USD	\$1.243	-0.01	+1.3	-2.52
USD/JPY	¥107.51	+0.43	-1.97	+2
Matières Premières	23-sept.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$64.2	-\$4.8	\$5.4	\$9.2
Or	\$1 521.7	\$18.5	-\$5.2	\$240.1
Indices Actions	23-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 994	-0.14	5.15	19.42
EuroStoxx 50	3 537	0.53	6.08	17.84
CAC 40	5 631	0.51	5.70	19.03
Nikkei 225	22 079	1.47	6.61	10.31
Shanghai Composite	2 977	-1.77	2.75	19.37
VIX - Volatilité implicite	15.11	3.00	-23.96	-40.56

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