

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

30 septembre 2019 /// n°32-2019

## Octobre ne sera pas facile

### Points clés

- **Croissance proche de 2%ta au 3t19 aux Etats-Unis**
- **La Fed poursuit ses opérations sur le marché du repo**
- **Contexte favorable à la baisse des taux en zone euro**
- **Des sorties sur le crédit, les spreads réagissent aux montants émis**

La clôture trimestrielle engendre en général des réallocations de portefeuilles et des prises de profits.

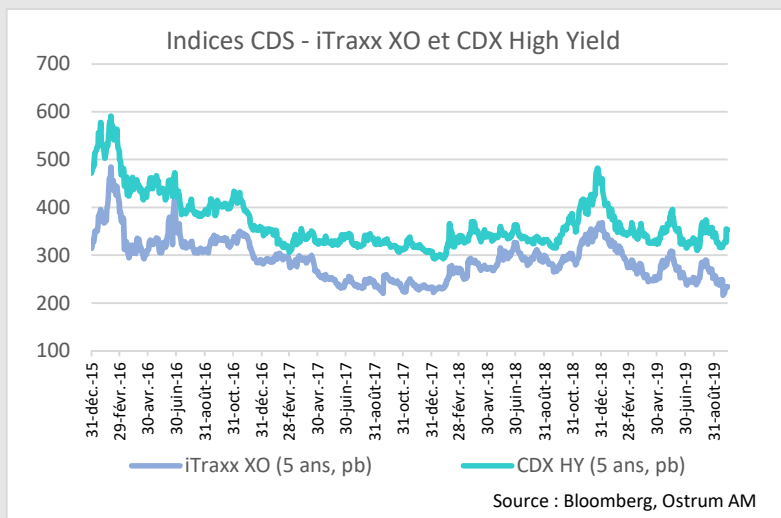
Le Bund s'établit à -0,57% après un léger élargissement du spread 2-10a à 20pb. Les spreads souverains sont inchangés, le BTP cotant autour de 140pb à 10 ans. Les valorisations élevées du high yield expliquent la remontée de 19pb des spreads la semaine passée. Le crédit subit en outre l'effet de la reprise du primaire en septembre. La demande de crédit a aussi ralenti de sorte que les spreads se situent au-delà de 110pb contre Bund. Aux Etats-

Unis, le 10 ans s'échange autour d'1,70%. La correction rapide du pétrole réduit les points morts.

Sur les actions, l'Europe est stable. Les marchés chinois s'ajustent aussi à la veille des célébrations du 70<sup>ème</sup> anniversaire de la République Populaire de Chine. Parallèlement, le S&P perd 1% en raison de la sous-performance des secteurs de l'énergie et de la santé. La volatilité implicite remonte quelque peu à 17% (VIX).

Le sterling oscille au gré des développements sur le Brexit. L'incertitude fait replonger la Livre vers 1,23\$. L'euro glisse vers 1,09\$. L'or revient sous 1500\$.

### Le graphique de la semaine



Sur les marchés de CDS en euros, l'iTraxx XO (233pb) s'échange à des niveaux réduits.

La composition de l'indice en termes de notation laisse craindre que les spreads actuels ne couvrent pas le défaut probable à l'horizon de 5 ans.

Il faudrait un minimum de 242pb pour rémunérer le risque de défaut avec une hypothèse de recouvrement de 30% selon nos estimations.

L'équivalent américain (CDX HY 352pb) offre davantage de prime puisque les niveaux actuels sont 46pb au-dessus du point mort estimé à 281pb.



## La Fed face aux tensions sur le repo

La croissance américaine se maintient autour de son potentiel de 2%. Les comptes nationaux du 2t 2019 dépeignent une économie déséquilibrée tirée principalement par la consommation privée. Les premières tendances du 3t 2019 indiquent un rééquilibrage via un ralentissement de la consommation privée (2,3%ta d'acquis trimestriel en août) et une stabilisation du déficit extérieur. L'investissement des entreprises est inégal. La faiblesse de la construction contraste avec le dynamisme de la recherche-développement. Le logement connaît une embellie. L'inflation hors éléments volatiles (déflateur) remonte à 1,8%a en août.

Ainsi, l'allègement monétaire de la Fed répond davantage aux risques externes et aux tensions sur le repo qu'aux évolutions conjoncturelles américaines. La Fed continuera de procéder à des interventions à hauteur de 75mds \$ au moins jusque mi-octobre. Il est certain que la Fed ne laissera pas le marché du repo se gripper compte tenu de l'extrême dépendance de l'économie américaine au bon fonctionnement des marchés du crédit. Une facilité de repo permanente sera probablement annoncée à l'issue du prochain FOMC afin d'encadrer les taux plus efficacement. Cela créera une demande de Treasuries supplémentaire alors que, depuis le 1<sup>er</sup> août, la Fed réinvestit les tombées de MBS en obligations du Trésor à hauteur de 20mds \$ par mois. Par ailleurs, encourager les prêts interbancaires requiert sans doute de réduire drastiquement le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (1,80%).

Sur les marchés obligataires, ces dispositifs et une nouvelle baisse des taux en décembre (au plus tard) maintiendront un plafond sur les rendements obligataires américains. Le T-note pourrait revenir vers 1,50% en fin d'année mais nous privilégions la neutralité compte tenu des données économiques solides. Les swap spreads sur les maturités courtes et intermédiaires devraient s'élargir à mesure que les tensions sur le repo s'apaisent. Les points morts d'inflation restent en revanche très faibles au regard de l'inflation réalisée (133pb à 2 ans avec une inflation sous-jacente à 2,4%a en août). La demande de TIPS n'est pas en cause si l'on en juge par les flux entrants sur les fonds spécialisés. La volatilité du pétrole joue sans doute en défaveur de la classe d'actifs, qui constituent néanmoins une stratégie de couverture peu chère. Concernant la dette émergente en dollars, la faiblesse des devises liée aux baisses de taux engendrent des prises de profits sur certains marchés (Brésil par exemple). Les spreads restent néanmoins attrayants sous 350pb.

## Croissance atone, le crédit s'écarte

En zone euro, les enquêtes confirment la contraction de l'activité manufacturière, notamment en Allemagne. Mario Draghi répète à l'envi que la faiblesse de la

croissance requiert une politique budgétaire plus accommodante alors que les effets néfastes de la politique de taux sont de plus en plus visibles. Les marges de manœuvre budgétaires sont concentrées au nord de l'Europe, là où l'opposition au QE est la plus forte. L'Allemagne s'est engagée à investir à hauteur de 54mds € sur 4 ans, soit environ 0,4pp de PIB annuellement. Les Pays-Bas annoncent 0,7pp de stimulus en 2020. Cela étant, le chômage est faible dans la plupart des économies de la zone et l'effet multiplicateur de la dépense publique est incertain. L'Italie et la France négocieront un effort de consolidation budgétaire moindre avec la Commission Européenne. Bref, la croissance se maintient aux alentours du potentiel et la politique économique, loin de changer la donne, a des effets incertains.

Le Bund s'échange juste au-dessus de -0,60%. L'environnement reste globalement baissier sur les taux. La pentification de la courbe suggère que la remontée du taux du Schatz atteint ses limites. Les spreads souverains bougent peu avant la clôture trimestrielle et les échéances politiques du mois prochain (examen des budgets par Bruxelles, Brexit). L'Espagne (73pb contre Bund) conserve le bénéfice du rehaussement récent de sa note par S&P malgré l'absence de gouvernement et des révisions à la baisse des chiffres de croissance au premier semestre. A terme, le fort consensus acheteur de dettes périphériques constitue un risque baissier lorsque le QE redémarrera au 1<sup>er</sup> novembre.

Sur les marchés du crédit, les émissions de septembre ont pesé sur les spreads, qui remontent au-delà de 110pb contre Bund. En outre, les flux finaux entrants sur les fonds de crédit ont ralenti après l'afflux de liquidités consécutif au changement de discours de la BCE en juin-juillet. Le montant de QE mensuel (20mds €) laisse en effet peu de place au crédit. Les rendements s'échelonnent de 0,2% à 0,5% dans les secteurs non-financiers à 3% pour les financières subordonnées les plus rémunératrices. Après l'écrasement des primes souveraines, la valeur relative semble à l'avantage du crédit. Les spreads sur le high yield (367pb) ont également retracé une partie de leur rally depuis la volatilité d'août. Sur les indices synthétiques, le resserrement de la nouvelle série du Crossover apparaît excessif au regard de la qualité de crédit intrinsèque de l'indice. Sous 242pb, nous considérons que le spread ne compense pas le risque de défaut à 5 ans avec une hypothèse de recouvrement de 30%. Le marché du high yield nous semble cher.

Quant aux actions, la saison des résultats s'ouvre mi-octobre aux Etats-Unis parallèlement à la reprise des réunions sino-américaines. Les bénéfiques sont prévus en baisse au 3t19. Le marché manque de catalyseur pour marquer de nouveaux sommets. En Europe, la performance des moyennes capitalisations interpelle quant à la solidité du rally, d'autant que les révisions bénéficiaires sont à l'inverse des cours depuis 3 mois.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.77 %	-2	+16	-16
EUR Bunds 10a	-0.57%	+1	+13	-81
EUR Bunds 2s10s	20 bp	+3	-3	-66
USD Treasuries 2a	1.63 %	-6	+12	-86
USD Treasuries 10a	1.68 %	-4	+19	-100
USD Treasuries 2s10s	6 bp	+1	+6	-14
GBP Gilt 10a	0.49 %	-6	+1	-79
JPY JGB 10a	-0.21 %	-1	+6	-22
EUR Spreads Souverains (10a)	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	30 bp	+0	+0	-17
Italie	139 bp	-2	-31	-111
Es pagne	72 bp	-1	-9	-46
Inflation Points-m orts (10a)	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	69 bp	-5	+2	-
USD TIPS	151 bp	-11	-3	-20
GBP Gilt Indexés	342 bp	+2	+5	+24
EUR Indices Crédit	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	112 bp	+1	+5	-40
EUR Agences OAS	48 bp	+1	-1	-12
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	+1	-3	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	367 bp	+19	-2	-146
EUR/USD Indices CDS 5a	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+0	+6	-33
iTraxx Crossover	232 bp	+11	-20	-122
CDX IG	60 bp	+1	+6	-27
CDX High Yield	351 bp	+26	+10	-99
Marchés émergents	30-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	348 bp	+15	-22	-67
Devises	30-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.091	-0.74	-0.62	-4.77
GBP/USD	\$1.229	-1.15	+1.76	-3.59
USD/JPY	¥108.13	-0.58	-1.84	+1.42
Matières Premières	30-sept.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$60.1	-\$3.6	\$1.7	\$5.0
Or	\$1 470.6	-\$52.4	-\$58.7	\$189.0
Indices Actions	30-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 982	-0.31	1.91	18.97
EuroStoxx 50	3 569	0.92	4.16	18.93
CAC 40	5 678	0.84	3.60	20.02
Nikkei 225	21 756	-1.46	5.08	8.70
Shanghai Composite	2 905	-2.41	0.66	16.49
VIX - Volatilité implicite	16.40	9.99	-13.59	-35.48

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)