

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

4 novembre 2019 /// n°36-2019

La monétisation rampante du déficit fédéral

Points clés

- **La Fed poursuit l'allègement monétaire**
- **Baisse des taux et augmentations des encours de repo**
- **Records historiques sur les actions américaines**
- **Le début de la baisse du dollar ?**

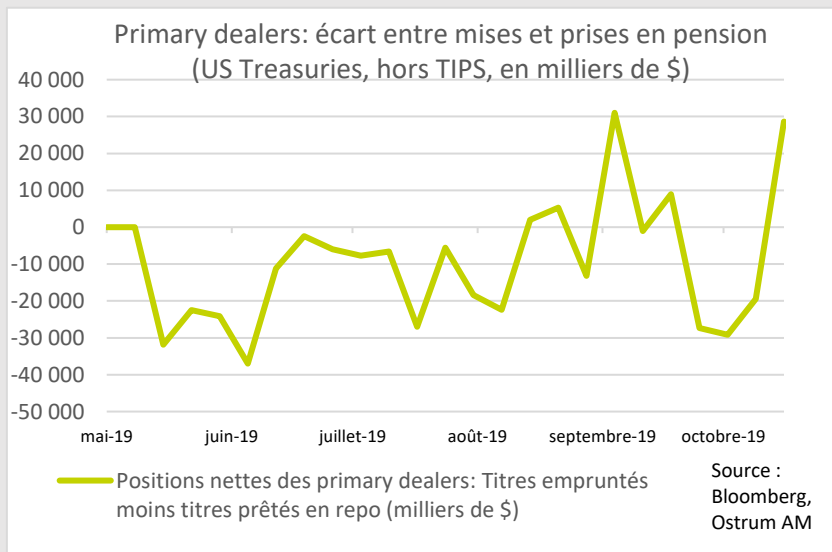
Les marchés d'actions poursuivent leur ascension. Le S&P atteint de nouveaux records au-delà des 3080 points malgré la contraction des profits au troisième trimestre (-1%). Les marchés européens sont en hausse de 6% sur un mois grâce au report du Brexit. Le marché japonais est soutenu par un yen plus faible (-1,3% contre dollar sur un mois). La BoJ a en effet amendé sa communication laissant entendre que les taux pouvaient encore baisser.

Les marchés obligataires ont également rebondi dans le sillage de la décision de la Fed interrompant

le mouvement de repentification. Le 10 ans américain cote environ 10pb sous les points hauts récents (1,85%). Son équivalent allemand a rechuté aux alentours de -0,37%. Les spreads souverains sont inertes alors que la BCE a reprises ses achats nets depuis mercredi dernier.

Les spreads de crédit sont globalement sans tendance alors que la dette émergente de bonne qualité profite du dernier allègement de la Fed. La dette high yield s'écarte malgré le resserrement des indices de CDS (Crossover -12pb lundi à 228pb).

Le graphique de la semaine



Les tensions sur le repo traduisent un problème de financement du déficit fédéral.

Le manque de demande de Treasuries des investisseurs étrangers reporte le poids du financement fédéral sur les investisseurs américains, et en premier lieu, les primary dealers.

Ces banques financent leurs achats via le marché du repo. La hausse des mises en pensions nettes a créé un stress sur ce marché forçant la Fed à intervenir pour des montants toujours plus conséquents.

Le S&P 500 à un niveau record

Les marchés financiers ont une nouvelle fois salué la politique de la Fed et un environnement de croissance économique conforme aux attentes, voire légèrement plus forte qu'attendu au troisième trimestre. Les actions ont progressé et une saison des résultats sans relief ne semble pas faire obstacle à de nouvelles hausses. Les entreprises avaient largement communiqué sur un retournement des bénéfices attribuant le repli à la guerre commerciale et à la hausse des coûts salariaux. Ainsi, les résultats, en repli d'1% au 3t19, battent le consensus des analystes dans les trois-quarts des cas.

Les disparités sectorielles sont néanmoins frappantes et conformes aux déséquilibres internes qui caractérisent un cycle américain trop dépendant de la consommation. Les secteurs liés aux matières premières subissent une forte contraction des profits. Les pétrolières affichent un bénéfice agrégé en recul de 4,8% au 3t19. Les difficultés de refinancement sont palpables sur le marché du high yield américain où ce secteur s'échange au plus large de l'année soit 650pb. Les conditions financières rappellent 2016 et sa vague de défauts de paiements. Cette situation de stress financier (rationnement du crédit bancaire) a d'ailleurs un effet macroéconomique visible dans la baisse de 15% des investissements en structures au 3t19. Les surcapacités pétrolières significatives nécessitent une nouvelle consolidation du secteur. Dans la technologie, les équipementiers voient une baisse de la demande amplifiée par la guerre commerciale. Les bénéfices du secteur du hardware chutent de 17%. En revanche, les secteurs liés à la consommation et à la santé progressent de 2 à 8% sur le trimestre. La vigueur de la consommation se retrouve dans les comptes nationaux. Les dépenses des ménages (+2,9%ta) restent le moteur de la croissance (+1,9%ta) revenue à un niveau proche du potentiel. Le renouveau de la construction facilité par la baisse des taux longs permettra probablement un redressement de la demande de matières premières. L'investissement logement s'est inscrit en hausse de 5%ta sur trois mois.

Fed : l'assouplissement comme seule issue

La hausse des actions s'explique aussi en grande partie par l'orientation de la politique monétaire. La Fed est de facto engagée dans une politique visant à monétiser le déficit fédéral via le marché du repo. La hausse du déficit fédéral à environ 1000mds \$ cette année n'est plus absorbée par les investisseurs non-résidents dont la demande de Treasuries diminue depuis plusieurs mois en raison du coût de la couverture du risque de change. Parallèlement, les tensions sur le marché du repo nécessitent d'accroître la taille des repo face à la hausse des besoins de financement des primary dealers. La Fed en achetant des T-bills (60mds \$ le premier mois) fournit aussi directement de la liquidité au Trésor. La hausse du déficit américain est préoccupante car elle provient

d'éléments non-cycliques comme les dépenses de santé (dont Medicare) ou le solde des défauts de paiements sur la dette étudiante garantie d'état. Ainsi, malgré la pause télégraphiée par Jerome Powell, l'assouplissement monétaire ne peut que se poursuivre. La correction sur les leveraged loans est un motif supplémentaire de baisse des taux. Les taux sont capés durablement et la trajectoire budgétaire dessine un risque de pentification. Nous privilégions un scénario haussier sur les Treasuries avec un élargissement graduel du spread 2-10 ans. Les actifs sensibles à un dollar faible en profiteront. C'est sans doute le cas de la dette émergente en dollars dont le spread a rejoint les niveaux serrés de fin juillet (319pb sur l'EMBI Global Diversified).

La BCE reprend le QE

Nous optons également pour une vue constructive sur le Bund. Le 10 ans allemand s'échange à -0,35%. La stabilisation des enquêtes est trop récente pour inverser la dynamique des marchés obligataires d'autant que la BCE a repris ses achats nets d'obligations publiques et privées. Le QE de 20mds € par mois s'ajoute aux réinvestissements chiffrés à 245mds € sur l'année à venir. L'activité de la Banque Centrale maintient une chape de plomb sur les rendements. Les spreads souverains ont peu évolué la semaine dernière. Le spread italien oscille autour de 135pb à 10 ans. Le projet de budget 2020 est toujours en débat alors que l'état cherche quelque 23mds € d'économies afin d'éviter de relever la TVA.

Le marché du crédit européen devrait ainsi attirer la demande d'investisseurs cherchant un surcroît de rendement (101pb contre Bund). Les flux se sont néanmoins taris fin octobre. On note des prises de profit similaires sur le high yield qui tranche avec la hausse des marchés d'actions et le resserrement effréné des indices de CDS (227pb sur le Crossover). Des arbitrages devraient s'opérer entre le marché obligataire high yield et les CDS dans les semaines à venir. Le marché du high yield offre une prime moyenne de 385pb contra Bund.

Des signes de repli du dollar ?

La politique de la Fed peut engendrer un dollar plus faible. Le marché des changes est étonnamment peu volatile et seul le positionnement vendeur d'euro semble faire consensus. C'est d'ailleurs l'une des raisons du rebond de la monnaie unique dont le portage s'améliore vis-à-vis du dollar. L'euro remonte ainsi face au billet vert (1,116 \$) aidé en cela par le report du Brexit. Le sterling est logiquement acheté et tutoie désormais le seuil de 1,30\$. Le dollar australien reprend des couleurs malgré les discussions en cours à la RBA pour initier un programme de rachats d'actifs sans doute centré sur le crédit hypothécaire. A l'inverse, le message très prudent de la BoC face aux risques extérieurs provoque un retracement du dollar canadien (1,315 C\$ pour un dollar).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.65 %	0	+13	-4
EUR Bunds 10a	-0.35%	-2	+24	-59
EUR Bunds 2s10s	30 bp	-2	+10	-55
USD Treasuries 2a	1.59 %	-5	+19	-90
USD Treasuries 10a	1.78 %	-6	+25	-91
USD Treasuries 2s10s	19 bp	-1	+6	-1
GBP Gilt 10a	0.73 %	+0	+28	-55
JPY JGB 10a	-0.18 %	-5	+4	-18
EUR Spreads Souverains (10a)	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	31 bp	+0	+0	-16
Italie	135 bp	+1	-7	-115
Espagne	66 bp	+2	-6	-51
Inflation Points-morts (10a)	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	83 bp	+4	+16	-
USD TIPS	165 bp	0	+15	-7
GBP Gilt Indexés	314 bp	+4	-27	-3
EUR Indices Crédit	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	101 bp	-1	-9	-51
EUR Agences OAS	46 bp	+0	-2	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	0	-1	-21
EUR High Yield Pan-européen OAS	385 bp	+8	+19	-128
EUR/USD Indices CDS 5a	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	49 bp	-1	-9	-40
iTraxx Crossover	227 bp	-1	-22	-127
CDX IG	51 bp	-1	-10	-36
CDX High Yield	324 bp	-6	-37	-126
Marchés émergents	4-nov.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	322 bp	-4	-19	-93
Devises	4-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.114	+0.29	+1.43	-2.72
GBP/USD	\$1.290	+0.31	+4.72	+1.18
USD/JPY	¥108.6	+0.29	-1.35	+0.98
Matières Premières	4-nov.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.5	\$1.3	\$4.8	\$7.3
Or	\$1 509.2	\$21.4	\$9.4	\$227.6
Indices Actions	4-nov.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	3 080	1.32	4.32	22.85
EuroStoxx 50	3 665	1.09	6.34	22.12
CAC 40	5 824	1.64	6.12	23.12
Nikkei 225	22 851	0.22	6.73	14.17
Shanghai Composite	2 975	-0.15	2.42	19.31
VIX - Volatilité implicite	12.83	-2.14	-24.71	-49.53

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