

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

24 septembre 2018 /// n°20-2018

## La Fed va cesser ses réinvestissements

### Points clés

- **La Fed doit communiquer sur sa politique bilancielle en 2019**
- **Les taux se tendent sans préjudices aux actifs risqués (actions, dette émergente)**
- **Baisse sensible de la volatilité actions et taux**
- **L'Italie va dévoiler son programme budgétaire, les spreads autour de 250pb**
- **Le Brent au-delà de 80\$**

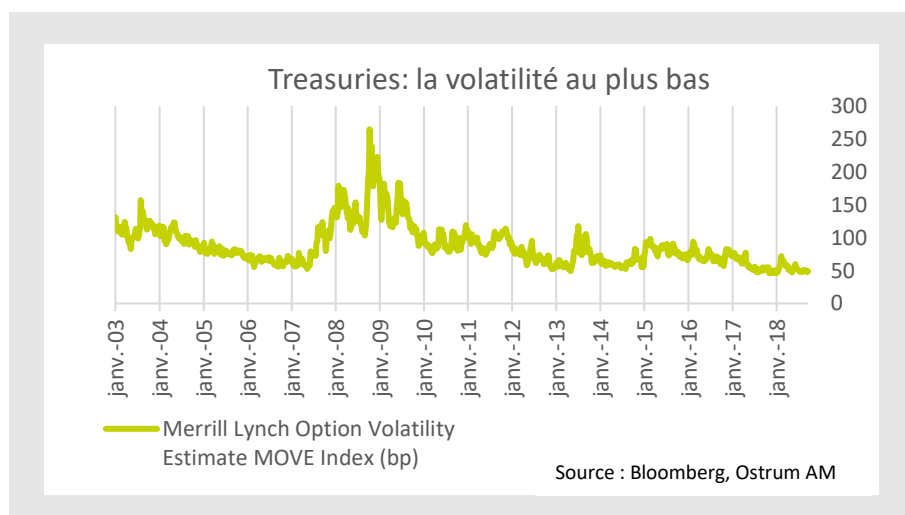
Le sentiment des investisseurs s'est nettement amélioré. La mise en œuvre d'une nouvelle action tarifaire américaine envers les produits chinois semble avoir été ignorée. Le dollar se déprécie. L'accalmie se matérialise aussi par une baisse de la volatilité. Les bourses asiatiques dont Shanghai reprennent plus de 4% la semaine passée. Les marchés européens sont en hausse de 2%.

La dette émergente en dollars (-12pb) ou en monnaie locale (-6pb) attire de nouveau l'intérêt des allocataires. Concernant les taux de change, le réal brésilien profite de l'embellie (+3%). Le rendement du 10 ans américain s'établit à 3,08% en hausse de

9pb avant le FOMC prévu mercredi. Le Bund (0,50%) superforme dans la baisse du marché. L'emprunt italien à 10 ans oscille autour de 240pb contre Bund avant la publication du programme budgétaire cette semaine. Au Royaume-Uni, les points morts à 10 ans (+11pb) réagissent à la surprise haussière sur l'inflation et la persistance de tensions sur les prix du pétrole (Brent à 80\$).

Le crédit euro se resserre modérément dans l'univers investment grade. Le spread moyen se situe à 113pb. Les notations spéculatives voient leurs spreads se réduire de 18pb.

### Le graphique de la semaine



La Fed réduit graduellement son soutien à l'économie depuis 2015. Le bilan se contracte depuis le 4T 2017.

La communication claire de la Fed laissait peu de place à l'incertitude, d'où les niveaux de taux et de volatilité très bas.

Cette politique semble désormais inadaptée à la position cyclique de l'économie américaine et à l'inflation plus forte. La normalisation du rôle de la Fed sur les marchés financiers s'accompagnera d'un regain de volatilité.

## **Powell doit annoncer la fin des réinvestissements**

Le FOMC du 25-26 septembre 2018 est sans nul doute l'évènement de la semaine. Une hausse de 25pb des Fed Funds est acquise et un mouvement de taux supplémentaire interviendra en décembre selon toute vraisemblance. Les conditions de croissance, d'emploi et la dynamique des prix militent pour une politique monétaire bien plus restrictive. Par ailleurs, Richard Clarida contribuera pour la première fois aux projections de la Fed en tant que membre du Board et pourrait influencer la trajectoire médiane des taux.

En juin 2017, Janet Yellen annonçait une contraction du bilan de la Fed à l'horizon de fin 2018. A trois mois de cette échéance, Jérôme Powell n'a toujours pas communiqué sa politique bilancielle au-delà de la fin de l'année. Il est temps de le faire. Sur l'exercice 2018, les remboursements de Treasuries s'élèvent à 425mds \$, que la Fed aura réinvesti à hauteur de 173mds \$. Au 4T18, le portefeuille de la Fed s'amortira de 150mds \$, répartis en 30mds \$ de Treasuries et 20mds \$ de MBS chaque mois. En 2019, les emprunts publics arrivant à échéance totalisent 365mds \$. Le maintien de la politique actuelle implique que la Fed cessera de réinvestir dès janvier prochain (12 mois à 30mds \$ = 360mds \$). Du point de vue du Trésor américain, ce besoin de financement s'ajoutera au déficit fédéral prévu autour de 1000mds \$ en 2019. L'indépendance de la Fed est à ce prix. C'est d'ailleurs le véritable enjeu de la normalisation de la politique monétaire. Quant aux détentions de créances hypothécaires, la hausse des taux à long terme a réduit l'activité de refinancement, et donc les montants remboursés à la Fed. En absence de ventes sèches de MBS, la réduction du bilan de la Banque s'avère moins rapide qu'anticipé.

## **Bund et T-note proches de leurs points de rupture**

En termes de stratégies obligataires, le T-note à 10 ans nous paraît revenu à sa valeur d'équilibre autour de 3,05%. Les positions spéculatives vendeuses se sont fortement accrues, ce qui limite le potentiel d'intervention de nouveaux vendeurs. Toutefois, la cassure du précédent sommet de 3,12% constituerait un fort signal de vente. En zone euro, Mario Draghi relève des signes d'une hausse « vigoureuse » de l'inflation sous-jacente. Suite à ces commentaires, le Bund se rapproche de 0,50%, un point technique important dont la cassure favoriserait une extension haussière vers 0,64%. L'indice des prix hors éléments volatiles est pourtant stable à 1%. Certes, le pétrole en euros maintient l'inflation proche de 2%, mais un ralentissement des prix vers 1,5% à l'été 2019 paraît probable. Nous privilégions la neutralité tout en surveillant la dynamique du Bund. Les points morts d'inflation (inertes à 140pb sur l'OATe 10 ans) semblent invalider la prophétie du Président de la BCE. A l'inverse, la surprise haussière sur le RPI (3,5%a en

août) a provoqué une forte hausse des points morts britanniques (+11pb) et comprimé les rendements obligataires réels (-5pb). Au Japon, la tolérance de la BoJ pour des taux (un peu) plus élevés nous conduit à anticiper un élargissement du spread 10-30 ans.

L'autre enjeu majeur de la semaine concerne l'Italie, qui rendra publics ses engagements budgétaires le 27 septembre. Le marché s'équilibre à 245pb à 10 ans. Les mois à venir s'annoncent mouvementés compte tenu du risque de dégradation des notations (S&P, Moody's). La prudence s'impose donc sur le marché des BTPs. A l'inverse, les Bonos espagnols davantage soutenus par le PSPP et les obligations souveraines portugaises (déficit limité à 0,7% du PIB en 2018) restent bien orientées.

## **Rebond des actifs risqués, retour des stratégies vendeuses de volatilité**

Sur les marchés actions, la détente est palpable. Les niveaux de volatilité implicite ont replongé... de sorte que les positions spéculatives vendeuses de volatilité (via contrats sur le VIX américain) ont quasiment rejoint les niveaux de début d'année. A l'instar des marchés de taux, l'incertitude jugée par les marchés apparaît minimale. Les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ont désormais moins d'impact sur la psychologie des intervenants. La faiblesse corollaire du dollar est considérée comme un élément favorable à la prise de risque. Les valorisations décotées (émergents, certains secteurs en Europe) suscitent un regain d'intérêt. Les flux vendeurs d'actions européennes se modèrent. Aux Etats-Unis, les valeurs de croissance restent les stars de la cote. Un écart inédit de 8 points de PER les distingue des sociétés « value ». Cela étant, les flux pointent un début de rotation. En zone euro, l'automobile profite des réallocations en reprenant 4% sur la semaine écoulée. Le rebond des bancaires, qui traitent à 0,7x leur actif net, se prolonge.

La baisse de volatilité fait écho à la réduction des spreads de crédit aux Etats-Unis et au retour des stratégies de portage. En zone euro, la hausse des taux sans risque est amortie par les spreads de crédit investment grade (113pb) et les notations spéculatives (346pb contre Bund) se resserrent de façon significative (-18pb sur la semaine écoulée). Toutefois, les flux finaux sur l'IG européen restent hésitants compte tenu des faibles réinvestissements à venir de la part de la BCE.

## **Resserrement des spreads émergents**

Sur les marchés émergents, la dépréciation du dollar valide les flux entrants sur les fonds obligataires, tant en monnaie dure qu'en devises locales. Le spread moyen est revenu sous 350pb (EMBI global diversifié). Les performances sont étales sur 3 mois pour l'indice en dollars. Des fragilités subsistent mais les élections de mi-mandat pourraient constituer un tournant pour ces marchés.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.51 %	+2	+9	+12
EUR Bunds 10a	0.51%	+5	+17	+8
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>102 bp</b>	<b>+3</b>	<b>+8</b>	<b>-4</b>
USD Treasuries 2a	2.81 %	+3	+19	+93
USD Treasuries 10a	3.08 %	+9	+27	+67
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>27 bp</b>	<b>+6</b>	<b>+8</b>	<b>-26</b>
GBP Gilt 10a	1.61 %	+8	+34	+42
JPY JGB 10a	0.13 %	+2	+3	+9
EUR Spreads Souverains (10a)	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	32 bp	+1	-2	-4
Italie	244 bp	+5	-37	+85
Espagne	101 bp	-2	-4	-13
Inflation Points-morts (10a)	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	140 bp	+1	+0	-3
USD TIPS	216 bp	+5	+6	+18
GBP Gilt Indexés	318 bp	+13	+12	+12
EUR Indices Crédit	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	113 bp	-3	-2	+27
EUR Agences OAS	48 bp	+0	-3	+10
EUR Obligations sécurisées OAS	49 bp	+1	-5	+9
EUR High Yield Pan-européen OAS	346 bp	-18	-8	+52
EUR/USD Indices CDS 5a	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	70 bp	+10	+3	+25
iTraxx Crossover	271 bp	-11	-18	+38
CDX IG	62 bp	+5	+2	+12
CDX High Yield	316 bp	-5	-13	+8
Marchés émergents	24-sept.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	344 bp	-12	-20	+59
Devises	24-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.176	+0.83	+0.59	-2.07
GBP/USD	\$1.312	-0.11	+1.75	-2.91
USD/JPY	¥112.74	-0.35	-1.5	-0.04
Matières Premières	24-sept.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$81.0	\$2.9	\$4.8	\$17.0
Or	\$1 199.1	\$0.7	-\$10.9	-\$103.7
Indices Actions	24-sept.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 919	1.06	1.55	9.19
EuroStoxx 50	3 410	1.92	-0.50	-2.67
CAC 40	5 476	2.38	0.80	3.08
Nikkei 225	23 870	4.59	5.61	4.85
Shanghai Composite	2 797	4.32	2.49	-15.41
VIX - Volatilité implicite	12.55	-8.26	4.67	13.68

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## Rédaction



**AXEL BOTTE**  
**STRATÉGISTE**  
axel.botte@ostrum.com

## Avertissement

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.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France 75013 Paris. 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.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Ce document est publié par la Direction de la Communication d'Ostrum Asset Management.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738