

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

8 octobre 2018 /// n°22-2018

Powell évoque une politique restrictive

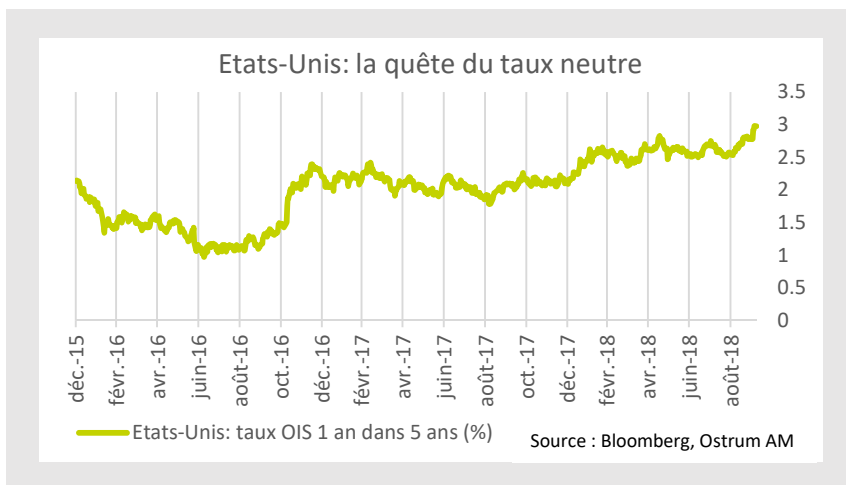
Points clés

- **Powell provoque un ajustement des anticipations de taux**
- **Le rendement du T-note (3,24%) au sommet depuis 2011**
- **Hausse des rendements réels américains, faiblesse des actifs risqués**
- **Les spreads italiens remontent à 300pb à 10 ans**
- **Rebond du réal brésilien après le premier tour des élections**

Jerome Powell a provoqué une forte poussée haussière sur les taux américains (+15pb sur une semaine). Le rendement à 10 ans a augmenté au-delà de 3,20%, entraînant dans son sillage les principaux marchés (Bund, Gilt, JGBs). Il s'agit principalement d'un mouvement de taux réels, ce qui souligne le caractère restrictif des commentaires du Président de la Fed. Le dollar s'est renforcé. Les actions ont accusé le coup, à l'exception des financières et des pétrolières, soutenues par les prix du Brut (Brent à 83\$). L'environnement est plus difficile pour le Nasdaq ou les petites capitalisations. Américaines. Shanghai (-3,7%) rattrapait ce manquement les séances occidentales baissières.

En zone euro, le Bund a suivi le mouvement (0,57% au plus haut) malgré l'imbrroglio budgétaire italien. Le spread de la dette transalpine à 10 ans remonte au-delà du seuil de 300pb. La contagion à l'Espagne et au Portugal est cependant limitée. Le marché du crédit est étale. Le spread moyen est inchangé à 114pb contre Bund. Le high yield synthétique (iTraxx Crossover) subit néanmoins la hausse de la volatilité des actions (+13pb). Les spreads émergents ont reflué vers 340pb (+5pb). Les devises sont sous pression en Afrique du Sud, en Inde ou en Indonésie face au dollar. Le réal gagne plus de 5% après le premier tour des élections plaçant Jair Bolsonaro nettement en tête des suffrages.

Le graphique de la semaine



Les taux à terme ont fortement réagi aux propos de Jerome Powell sur la trajectoire à venir des taux d'intérêt.

Le Président de la Fed considère que la neutralité peut être dépassée évoquant ainsi une politique monétaire plus restrictive.

Alors que la Fed communiquait sur un niveau de long terme de 3%, le swap 1 an dans 5 ans cotait encore 2,51% fin août. Ce taux s'échange désormais à 2,98%.



Powell, le taux neutre et les actifs risqués

La semaine passée, Jerome Powell a clairement indiqué que le point de neutralité des taux d'intérêt pouvait être dépassé. Le niveau (inobservable) du taux laissant inchangés l'activité et les prix peut tout au plus servir de point d'ancrage des anticipations mais il ne constitue pas une limite.

Ces propos ont déclenché un fort décalage à la hausse des anticipations de taux. Les marchés financiers semblent - enfin - intégrer la possibilité que la politique monétaire devienne restrictive alors que les objectifs économiques de la Fed (taux de chômage, inflation) sont déjà dépassés. Ainsi, les projections de Fed Funds à l'horizon de plusieurs années ont augmenté. Le swap OIS 1 an dans 5 ans se situe désormais aux alentours de 3% (+50pb depuis fin août).

Par ailleurs, on observe un début de pentification de la courbe américaine. La normalisation de la politique monétaire est indissociable d'un désengagement de la Fed des marchés financiers. Les déterminants habituels des taux à long terme (déficit public, inflation, risques financiers...) reprendront le dessus sur les indications prospectives de la Fed. Il est également à noter que la hausse hebdomadaire de 15pb du rendement du T-Note correspond principalement à une augmentation des rendements réels. La croissance justifie pleinement cet ajustement mais la réaction négative des actions nous rappelle le rôle central du taux sans risque dans l'évaluation des actifs financiers. La reconstitution d'une prime de terme « normale » provoquerait la baisse des prix de la plupart des actifs risqués.

Le changement de discours de la Fed a déjà motivé des mouvements d'allocation d'actifs. Les fonds investis en Treasuries et en high yield américain accusent des sorties significatives. Sur les marchés de taux, il convient de maintenir un biais vendeur de Treasuries ainsi qu'un positionnement favorable à une pentification du segment 10-30 ans (17pb) de la courbe. Le dollar s'est raffermi et limite la hausse des points morts d'inflation. Sur les actions, l'indice Russell 2000 ou le Nasdaq sous-performent désormais le Dow Jones. La volatilité est en hausse à 16-17% selon l'indice VIX. A l'exception des valeurs financières qui bénéficient naturellement des taux d'intérêt plus élevés, la plupart des secteurs ont réagi négativement aux commentaires de la Fed. Le secteur de l'énergie constitue un rare échappatoire grâce au maintien de prix de l'or noir élevés. L'excès de demande de pétrole perdure d'autant que la production américaine (11mbpj) n'accélère plus et que les capacités de production de l'OPEP sont utilisées à hauteur de 93,5%. En outre, la Russie - sous sanctions des Etats-Unis - n'a aucun intérêt à réduire les prix. Malgré

l'inertie récente des points morts, les TIPS à 2 ans constituent une alternative attrayante aux Treasuries.

Tensions accrues entre l'UE et l'Italie

En zone euro, les tensions sur les taux américains s'opposent aux flux recherchant la sécurité de l'emprunt allemand face aux turbulences italiennes. Le Bund s'échange au-delà de 0,50%, proche de notre estimation du niveau d'équilibre du 10 ans (0,52%). Le gouvernement italien a certes procédé à quelques ajustements cosmétiques de ses projections budgétaires mais le bouclage du budget reste nébuleux. Les revendications du M5S et de la Lega appelant à l'abandon des règles budgétaires après les élections européennes de 2019 entretiennent les tensions avec l'UE. La Commission Européenne étudiera le budget et rendra son avis fin novembre. Le BTP reste éminemment volatile et les spreads sont au plus haut de l'année (305pb à 10 ans). La note de l'Italie sera sans doute dégradée fin octobre par S&P et Moody's. L'absence de contagion est un élément favorable. Ceci étant, la BCE n'y est peut-être pas étrangère étant donné la hausse des achats du PSPP en Espagne. La politique de réinvestissements revêt plus que jamais une importance capitale pour la dynamique des marchés.

Le marché du crédit obligataire en euros est inerte malgré la forte chute hebdomadaire des actions et l'imbroglie italien. Le spread moyen sur le crédit de bonne qualité ressort à 114pb contre Bund. De fait, les flux acheteurs étaient majoritaires sont les fonds de crédit européen la semaine passée. Les spreads sur le high yield sont également inchangés à 345pb au-dessus de l'emprunt allemand. Les spreads des indices de CDS, plus sensibles aux marchés d'actions, se sont néanmoins écartés de 4pb sur l'IG et de 12pb sur le Crossover.

Quant aux marchés d'actions européens, les foncières subissent le risque haussier sur les taux. La distribution et la plupart des secteurs de croissance ont dévié. Seule l'assurance affiche un rendement total positif.

Hausse du dollar néfaste aux devises fragiles

Le changement de discours de Powell a logiquement favorisé une hausse du dollar. L'euro renoue ainsi avec ses niveaux bas sous 1,15\$ d'autant que le risque italien s'intensifie. La faiblesse de l'euro impacte la couronne suédoise. Le yen japonais (113,4 contre dollar) constitue un valeur refuge malgré la politique toujours accommodante de la BoJ. Le nouvel accès de faiblesse du dollar australien (0,70\$) remet en lumière les tensions bancaires liées à la dynamique inquiétante du logement. Dans le monde émergent, la roupie indienne, le rand sud-africain ou la roupie indonésienne corrigent. A l'inverse, le réal brésilien rebondit après le premier tour plaçant Jair Bolsonaro nettement en tête.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.54 %	0	+1	+8
EUR Bunds 10a	0.53%	+6	+14	+10
EUR Bunds 2s 10s	107 bp	+6	+13	+2
USD Treasuries 2a	2.89 %	+7	+18	+100
USD Treasuries 10a	3.23 %	+15	+29	+83
USD Treasuries 2s 10s	35 bp	+8	+11	-17
GBP Gilt 10a	1.67 %	+9	+22	+48
JPY JGB 10a	0.16 %	+2	+4	+11
EUR Spreads Souverains (10a)	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	35 bp	-1	+1	-1
Italie	304 bp	+21	+39	+145
Espagne	106 bp	+0	-1	-8
Inflation Points-m orts (10a)	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	139 bp	-1	+2	-4
USD TIPS	217 bp	+3	+7	+19
GBP Gilt Indexés	323 bp	+1	+18	+17
EUR Indices Crédit	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	114 bp	+0	-7	+28
EUR Agences OAS	51 bp	+1	+2	+13
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	+1	+2	+11
EUR High Yield Pan-européen OAS	345 bp	-1	-27	+51
EUR/USD Indices CDS 5a	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	72 bp	+4	+10	+27
iTraxx Crossover	288 bp	+16	+6	+56
CDX IG	61 bp	+3	+3	+12
CDX High Yield	342 bp	+17	+15	+35
Marchés émergents	8-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	340 bp	+5	-36	+55
Devises	8-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.149	-0.55	-0.97	-4.31
GBP/USD	\$1.309	+0.87	+0.5	-3.1
USD/JPY	¥112.86	+0.76	-1.53	-0.15
Matières Premières	8-oct.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$83.7	-\$1.3	\$7.2	\$20.1
Or	\$1 187.0	-\$17.0	-\$9.4	-\$115.8
Indices Actions	8-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 873	-1.76	0.05	7.46
EuroStoxx 50	3 310	-3.06	0.50	-5.54
CAC 40	5 300	-3.75	0.91	-0.23
Nikkei 225	23 784	-1.39	6.62	4.48
Shanghai Composite	2 717	-2.89	0.53	-17.86
VIX - Volatilité implicite	17.04	42.00	14.52	54.35

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

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

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