

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

5 novembre 2018 /// n°25-2018

Regain d'appétit pour le risque avant le FOMC

Points clés

- Les marchés occidentaux reprennent 2%, l'Asie gagne 4%
- Le T-note proche de 3,20% après l'emploi américain
- Détente des spreads périphériques
- Baisse du pétrole, les points morts d'inflation sous pression
- Stabilisation du high yield après un fort écartement en octobre

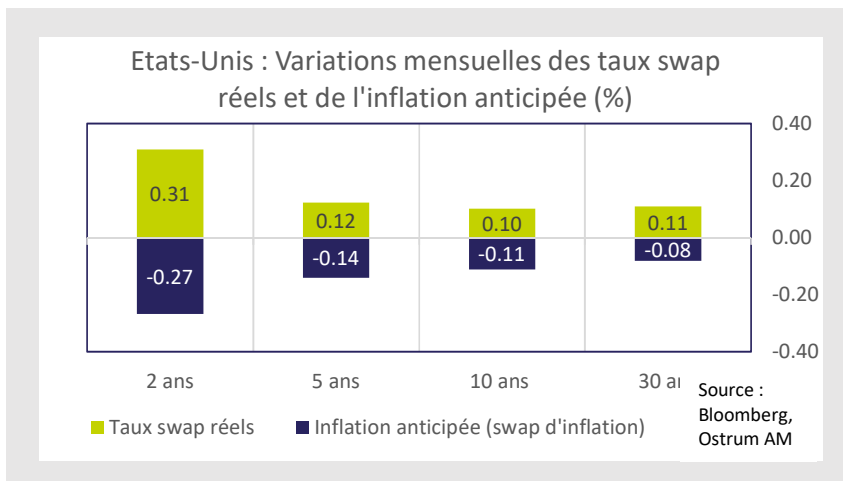
La fin de mois a été propice aux rachats de positions vendeuses d'actions, après une chute brutale en octobre (-9,7% sur l'indice S&P au plus bas). L'espoir d'un accord commercial (hypothétique à court terme) entre la Chine et les Etats-Unis a semblé bénéficier aux actions asiatiques, en hausse de 4%. Les marchés occidentaux s'adjugent plus de 2%. Les marchés de taux sont en baisse. Le 10 ans américain s'échange à 3,20% après la publication de chiffres d'emploi solides en octobre. Les spreads émergents en dollars se réduisent de près de 10pb sur la semaine. Le Bund (0,43%) suit timidement le T-note. La détente se poursuit sur les spreads souverains italiens (290pb) et espagnols (115pb). En revanche,

les spreads de crédit restent proches des sommets de l'année (127pb contre Bund) même si les indices de crédit synthétiques profitent du rebond des actions. Le high yield en zone euro se resserre enfin après un fort élargissement en octobre.

Le pétrole s'inscrit de nouveau en baisse sous 73\$ le baril de Brent. Les points morts sont inchangés malgré la remontée des taux nominaux la semaine passée.

Quant aux devises, l'euro peine à s'établir au-dessus d'1,14\$ alors que le sterling cote 1,30\$. Le peso mexicain subit des prises de profit du fait d'un positionnement spéculatif excessif.

Le graphique de la semaine



Les taux swap (liés au LIBOR) sont inchangés sur un mois aux Etats-Unis. Le 10 ans n'a en effet diminué que de 2pb sur la période à 3,26% aujourd'hui.

Cette absence de tendance apparente cache de forts mouvements de taux réels et d'inflation anticipée liés au resserrement de la Fed.

Le taux réel à 2 ans a monté de 30pb alors que l'inflation anticipée de même maturité diminuait de 26pb.



Le FOMC ignorera la correction d'octobre

L'économie américaine affiche un taux de croissance de 3,5% au troisième trimestre selon les premières estimations. Les enquêtes d'octobre laissent présager un ralentissement contenu. Le taux de chômage se situe à 3,7% de la population active, soit environ un point sous le niveau jugé incompressible à long terme par les membres de la Fed. Le marché du travail ne montre pas aucun signe d'affaiblissement. Les créations nettes d'emplois s'élèvent à 250k en octobre et les salaires progressent. En outre, les prix à la consommation (2% en septembre) progressent en ligne avec l'objectif de la Banque Centrale.

Dans ce contexte, la Fed ne devrait pas dévier de la trajectoire annoncée des taux d'intérêt malgré la correction des actions au mois d'octobre. En mars dernier, Jerome Powell avait comme prévu relevé les Fed Funds de 25pb ignorant ainsi l'épisode de forte volatilité boursière entre fin janvier et février. Le FOMC du 8 novembre apparaît donc sans surprise. Une prochaine hausse des taux interviendra en décembre. Le communiqué insistera sur la croissance élevée mais devrait pointer la dynamique moins porteuse de l'investissement des entreprises et du logement.

Par ailleurs, le modèle de croissance américain, très dépendant de l'accès au crédit, apparaît vulnérable. L'ancienne Présidente de la Fed Janet Yellen s'inquiète publiquement de l'assouplissement des conditions de prêts bancaires à risque (leveraged loans). De nombreuses faiblesses sont apparues dans le système financier mais la Fed a récemment décidé d'alléger la pression réglementaire sur les institutions de taille intermédiaire. Le fait que les banques soient bien capitalisées aujourd'hui est sans doute un atout, mais une part importante de ces dettes est revendue via les canaux de titrisation. Aussi, le problème ne se limite pas aux risques que les banques assument, il convient de tenir compte des risques qu'elles reportent sur l'ensemble du système financier.

Reprise de risque sur les marchés américains ?

En termes de stratégie, la chute des actions s'est estompée en fin de mois. La clôture d'exercice favorise souvent les prises de profit, et donc des rachats au cours des dernières séances d'octobre. Le retour des programmes de rachats d'actions contribue aussi à cette stabilisation. Entre avril et septembre, les entreprises américaines sont intervenues sur leurs propres titres à hauteur de 400mds \$. Le changement de sentiment était palpable la semaine passée : les actions des services publics sont délaissées au profit des valeurs cycliques (industrie, consommation discrétionnaire ressources de base). En outre, un Congrès divisé à l'issue des élections de mi-mandat réduirait sans doute la portée des politiques protectionnistes, qui ont largement soutenu le dollar. Le

billet vert a joué son rôle de valeur refuge durant la correction d'octobre mais les déséquilibres externes empêchent une plus forte revalorisation.

Le tour de vis monétaire à venir entretient un environnement haussier à terme sur les taux américains, d'autant qu'un mouvement en décembre n'est pas totalement intégré dans les cours. Cependant, l'ISM des services s'est légèrement tassé en octobre et les prix à la production devraient se modérer. En outre, nos modèles indiquent une valeur d'équilibre du T-note en baisse à 3,13% en novembre. Cela nous incite à racheter le T-note autour de 3,20% à un horizon de court terme.

Accalmie sur le BTP, neutralité sur le Bund

En Europe, la situation paraît figée. Un calme précaire prévaut en Italie alors que la Commission Européenne étudie le budget 2019 dans le détail. La croissance transalpine est tombée à 0% au troisième trimestre, ce qui semble déjà remettre en cause les projections de finances publiques. La volatilité des spreads demeure élevée mais l'absence de dégradation en catégorie spéculative éloigne, pour un temps, le risque de ventes forcées sur le BTP. L'Espagne (114pb à 10 ans) et le Portugal (145pb) profitent de la détente. Le Bund est donc tiraillé entre le contexte directionnel américain, le ralentissement en zone euro (croissance de 0,2% au 3t18) et les risques internes au long cours. L'emprunt allemand oscille autour de 0,40%. La neutralité directionnelle s'impose, d'autant que la question britannique reste sans issue. La BCE évoque déjà une prolongation des TLTROs arrivant à échéance en 2020-2021. Le respect des ratios de stabilité du financement bancaire (NSFR) imposera probablement une prorogation anticipée de ces opérations de long terme. Les banques italiennes sont dépendantes de la BCE à hauteur de 250mds €, les institutions espagnoles ont emprunté 170mds €.

Rebond fragile des actions en Europe, les spreads de crédit sous tension

Malgré le rebond des cours de 2% la semaine passée, la saison des résultats apparaît sans relief en Europe. Les surprises positives sur les BPA sont majoritaires mais la croissance des sociétés européennes se limite à 2,4% en moyenne. Les chiffres d'affaires sont égaux. Les cycliques ont néanmoins rebondi sur fond de reprise de risque.

Les marchés du crédit restent plus difficiles. Les intervenants sur les ETFs et fonds de crédit allègent leurs positions. Les spreads restent ainsi proches des sommets de 2018 à 127pb contre Bund, malgré l'embellie des indices synthétiques en parallèle des actions. Le ralentissement de la croissance n'est pas favorable à la classe d'actifs. De la même façon, le high yield souffre de la dynamique économique interne. Le spread moyen reste au-delà de 400pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.61 %	+2	-9	+2
EUR Bunds 10a	0.43%	+5	-15	0
EUR Bunds 2s10s	103 bp	+3	-5	-2
USD Treasuries 2a	2.91 %	+9	+2	+102
USD Treasuries 10a	3.2 %	+11	-3	+79
USD Treasuries 2s10s	29 bp	+2	-6	-23
GBP Gilt 10a	1.5 %	+10	-22	+31
JPY JGB 10a	0.13 %	+2	-3	+8
EUR Spreads Souverains (10a)	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	36 bp	0	+3	+1
Italie	290 bp	-6	+5	+131
Espagne	114 bp	-3	+14	0
Inflation Points-morts (10a)	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	130 bp	+0	-10	-13
USD TIPS	207 bp	+0	-11	+8
GBP Gilt Indexés	311 bp	-2	-10	+5
EUR Indices Crédit	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	127 bp	-1	+13	+41
EUR Agences OAS	56 bp	-1	+5	+18
EUR Obligations sécurisées OAS	58 bp	-1	+6	+18
EUR High Yield Pan-européen OAS	395 bp	-18	+50	+101
EUR/USD Indices CDS 5a	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	70 bp	-5	+1	+25
iTraxx Crossover	288 bp	-12	+7	+56
CDX IG	66 bp	-4	+5	+17
CDX High Yield	365 bp	-20	+22	+57
Marchés émergents	5-nov.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	356 bp	-9	+17	+71
Devises	5-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.142	+0.63	-0.51	-4.86
GBP/USD	\$1.304	+2.62	-0.23	-3.47
USD/JPY	¥113.18	-0.27	-0.2	-0.43
Matières Premières	5-nov.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$73.5	-\$3.9	-\$10.3	\$10.2
Or	\$1 230.3	\$7.5	\$43.8	-\$72.5
Indices Actions	5-nov.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 734	3.51	-5.25	2.26
EuroStoxx 50	3 217	1.98	-3.83	-8.18
CAC 40	5 101	2.25	-4.81	-3.97
Nikkei 225	21 899	3.54	-7.92	-3.80
Shanghai Composite	2 665	4.85	-5.53	-19.40
VIX - Volatilité implicite	20.18	-18.30	36.17	82.79

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