

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

17 décembre 2018 /// n°31-2018

## La Fed entre mandat interne et risques externes

### Points clés

- **Powell : une pause dans le cycle de resserrement ?**
- **Draghi actionne le pilote automatique**
- **Le S&P enfonce ses points bas de 2018**
- **Maintien d'un biais acheteur sur le Bund et le T-note**
- **Les spreads émergents se détendent avant la Fed**

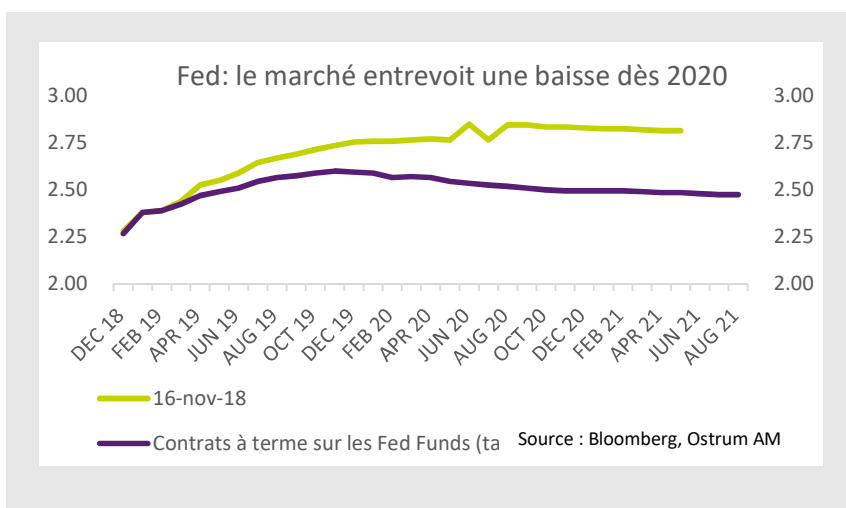
La fin de semaine a été difficile sur les marchés d'actions aux Etats-Unis. Le S&P 500 a enfoncé ses précédents points bas en 2018 pour s'établir sous 2600. La volatilité s'installe sur les actions alors que les Treasuries et le dollar sont globalement sans tendance.

A l'inverse, l'Europe s'est stabilisée malgré un recul des indices boursiers à l'ouverture de lundi. La réunion de la BCE s'est révélée sans surprise. Le Bund se maintient à 0,25%. L'Italie ramène son objectif de déficit à 2% en 2019 sans coups de rabot sur les mesures annoncées. Le spread des BTPs à

10 ans se réduit à 270pb. Portugal et Espagne se resserrent.

Le crédit connaît une accalmie liée, en partie, à la diminution des volumes traités en fin d'année. Le spread moyen sur le crédit ressort autour de 150pb contre Bund. Le high yield revient sous 500pb. L'iTraxx Crossover, chahuté ces dernières semaines, s'échange entre 330 et 340pb. Sur les marchés émergents, la stabilité des taux en dollars autorise une diminution des spreads. L'indice EMBI se détend de 9pb cette semaine à 389pb contre Treasuries.

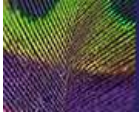
### Le graphique de la semaine



Le FOMC est sans nul doute l'évènement de la semaine financière. La trajectoire intégrée par les marchés a évolué fortement au cours des derniers mois.

Les intervenants tablent en moyenne sur un revirement rapide de la politique monétaire après un ultime geste en 2019.

Cette projection peut toutefois cacher une multitude de trajectoires allant d'une poursuite du resserrement à un allègement brutal en cas de rupture du cycle.



## La BCE en pilote automatique

La BCE a envoyé un message de prudence tout en maintenant des prévisions compatibles avec une réduction de l'output gap et un retour de l'inflation à la cible en 2021. La croissance du PIB de la zone euro est projetée à 1,7% au cours des deux prochaines années. L'ajustement à la baisse des projections de PIB (-0,1pp en 2018 et 2019) apparaît particulièrement optimiste compte tenu de la dynamique des enquêtes de conjoncture dans la plupart des pays membres de l'union monétaire. L'inflation diminuera à 1,6% en moyenne annuelle avant de remonter d'un dixième en 2020 et 2021 (1,8%). Une hausse des taux cosmétique est toujours envisagée après l'été 2019. Un relèvement de 10pb du taux de dépôt constituerait un geste symbolique sans réel impact sur l'activité ou l'éligibilité des titres aux programmes d'achat de la BCE. Concernant la politique de réinvestissement, aucune date butoir n'est avancée pour un éventuel début de diminution du bilan de l'institution. Les proportions relatives des différents programmes seront figées à leur niveau de décembre 2018. L'asymétrie des flux défavorable au crédit en 2019 ne sera pas corrigée. Les réinvestissements d'emprunts publics corrigeront « dans la durée » les écarts accumulés par rapport à la clé de répartition. L'Italie, la France et, à un degré moindre, l'Espagne ont grandement bénéficié de la dérive du PSPP. La répartition du capital de la BCE sera actualisée le 1<sup>er</sup> janvier 2019. La nouvelle clé de répartition « obligerait » à acheter davantage de dette allemande au détriment des emprunts italiens et espagnols. L'ensemble des covered bonds sous forme de conditional pass-through ne sont plus éligibles au CBPP3. Enfin, selon la formule consacrée, la question des TLTROs n'a pas été discutée.

## Fed : une pause mais trois hausses en 2019

L'évènement de la semaine est sans nul doute le FOMC. Le marché a effacé deux des trois hausses envisagées en septembre par les banquiers centraux américains. La question est de savoir si les éléments extérieurs tels que le protectionnisme, la situation européenne ou la volatilité financière prévaudront sur le mandat interne de la Fed centré sur l'inflation et le chômage. La situation économique des Etats-Unis avec une croissance deux fois supérieure au potentiel et un taux d'inflation conforme à la cible n'appelle aucun allègement monétaire. L'environnement actuel justifierait pleinement une politique restrictive afin de combattre l'accumulation de mauvaises dettes, rendant plus difficile la gestion du ralentissement lorsqu'il surviendra. Les dernières données d'emploi et de ventes au détail préfigurent une croissance forte au 4T 2018. Mais le marché est toujours prompt à espérer le retour du put de la Fed, dès que la volatilité s'accroît sur les marchés financiers. Le Brexit et le conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis constituent deux obstacles au redressement des échanges

mondiaux. Il est possible que le communiqué fasse mention de ces risques externes. La baisse des points morts d'inflation, quoique liée au pétrole et à la gestion des risques financiers, pourrait être relevée également. Dans ce contexte, on peut imaginer que la Fed choisira le timing de ses prochains mouvements de façon moins automatique. Jusqu'à présent, les hausses de taux ont toujours eu lieu lors des FOMC suivis par une conférence de presse. Or, en 2019, chaque réunion donnera lieu à une conférence de presse. Ainsi, une pause paraît compatible avec le maintien de trois hausses des taux.

## Rester prudent

Les principaux marchés de taux font preuve d'un certain attentisme en amont du FOMC. Le Bund cote autour de 0,25%, soit environ 10pb sous sa valeur d'équilibre. Le spread 10-30 ans allemand remonte cependant cette semaine de 5pb. Le marché souverain primaire s'est fermé à l'exception de l'Italie. Les derniers développements sont interprétés comme une détente entre Rome et Bruxelles. L'affichage d'un déficit à 2,04% en 2019 se base pourtant sur des hypothèses fumeuses d'économies de fonctionnement et une réduction de 2mds € du coût estimé du revenu citoyen. Le spread à 10 ans s'est réduit sous 270pb. Les spreads core y compris l'OAT sont inchangés.

Aux Etats-Unis, le T-note reste soutenu par les flux fuyant la chute brutale des marchés d'actions. Les investisseurs continuent de réallouer sur l'actif sans risque. Le S&P cote sous 2600 en baisse de près de 3% en 2018. Sur un mois, seuls les services publics affichent une performance positive (+3,6% contre -4,8% pour le S&P 500). Les financières, l'énergie et les industrielles sous-performant largement. Le niveau sans précédent de la margin debt laisse envisager une dynamique auto-réalisatrice de ventes forcées d'actions américaines. Un biais acheteur de Bund et de T-note reste approprié.

Le marché du crédit termine une année délicate. La présence de la BCE sur les marchés du crédit va devenir anecdotique avec seulement 5 mds € de réinvestissements prévus à l'horizon de novembre 2019. Les primes à l'émission réapparaissent. Le spread moyen sur l'investment grade européen ressort à 150pb. Le marché du high yield européen évolue toujours dans un environnement de volatilité élevée. Les flux sont nettement vendeurs sur l'ensemble de l'année de sorte que l'activité sur le marché primaire s'est ajustée d'un tiers par rapport à 2017. Les valorisations actuelles (les spreads se situent autour de 500pb contre Bund) pourraient raviver la demande d'obligations privées spéculatives.

Les marchés émergents semblent les mieux placés pour profiter d'une pause de la Fed et d'une légère baisse du dollar. Les spreads sur la dette externe se sont resserrés sous le seuil de 400pb contre Bund.

## Marchés financiers

<b>G4 Government Bonds</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
EUR Bunds 2y	-0.61 %	-3	-2	+2
EUR Bunds 10y	0.26%	+1	-11	-17
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>86 bp</b>	<b>+4</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>
USD Treasuries 2y	2.71 %	-2	-9	+83
USD Treasuries 10y	2.86 %	+1	-20	+46
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>16 bp</b>	<b>+3</b>	<b>-11</b>	<b>-37</b>
GBP Gilt 10y	1.27 %	+7	-15	+8
JPY JGB 10y	0.04 %	0	-6	-1
<b>€ Sovereign Spreads (10y)</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
France	48 bp	+3	+9	+12
Italy	270 bp	-16	-42	+111
Spain	114 bp	-5	-13	+0
<b>Inflation Break-evens (10y)</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
EUR OATi	112 bp	+0	-11	-31
USD TIPS	182 bp	-5	-21	-17
GBP Gilt Index-Linked	331 bp	+1	+4	+25
<b>EUR Credit Indices</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
EUR Corporate Credit OAS	151 bp	-4	+19	+65
EUR Agencies OAS	63 bp	+0	+6	+25
EUR Securitized - Covered OAS	68 bp	+1	+9	+28
EUR Pan-European High Yield OAS	497 bp	-10	+80	+203
<b>EUR/USD CDS Indices 5y</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
iTraxx IG	82 bp	-6	+2	+37
iTraxx Crossover	343 bp	-11	+18	+111
CDX IG	81 bp	-2	+4	+31
CDX High Yield	423 bp	-4	+14	+117
<b>Emerging Markets</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (bp)</b>	<b>-1m (bp)</b>	<b>Ytd (bp)</b>
JPM EMBI Global Div. Spread	389 bp	-9	+14	+104
<b>Currencies</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (%)</b>	<b>-1m (%)</b>	<b>Ytd (%)</b>
EUR/USD	\$1.135	-0.08	-0.93	-5.45
GBP/USD	\$1.262	+0.44	-1.89	-6.62
USD/JPY	¥112.82	+0.27	-0.34	-0.12
<b>Commodity Futures</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (\$)</b>	<b>-1m (\$)</b>	<b>Ytd (\$)</b>
Crude Brent	\$59.9	-\$0.1	-\$7.2	-\$3.1
Gold	\$1 245.7	\$2.3	\$21.7	-\$57.1
<b>Equity Market Indices</b>	<b>17-Dec-18</b>	<b>-1w k (%)</b>	<b>-1m (%)</b>	<b>Ytd (%)</b>
S&P 500	2 582	-2.13	-5.65	-3.44
EuroStoxx 50	3 064	1.55	-3.68	-12.57
CAC 40	4 800	1.21	-4.48	-9.65
Nikkei 225	21 507	1.35	-0.80	-5.53
Shanghai Composite	2 598	0.52	-3.03	-21.44
VIX - Implied Volatility Index	23.11	2.08	27.40	109.33

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 – 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](http://www.ostrum.com)