

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

7 janvier 2019 /// n°1-2019

## Powell ravive le « S&P targeting »

### Points clés

- **Powell plaide la flexibilité face à la chute des marchés**
- **La volatilité des actions et le shutdown maintiennent les taux sous pression**
- **Le Bund autour de 0,20%, les spreads s'élargissent (crédit, souverains)**
- **Les émergents profitent du rebond du pétrole**
- **Le dollar perd du terrain**

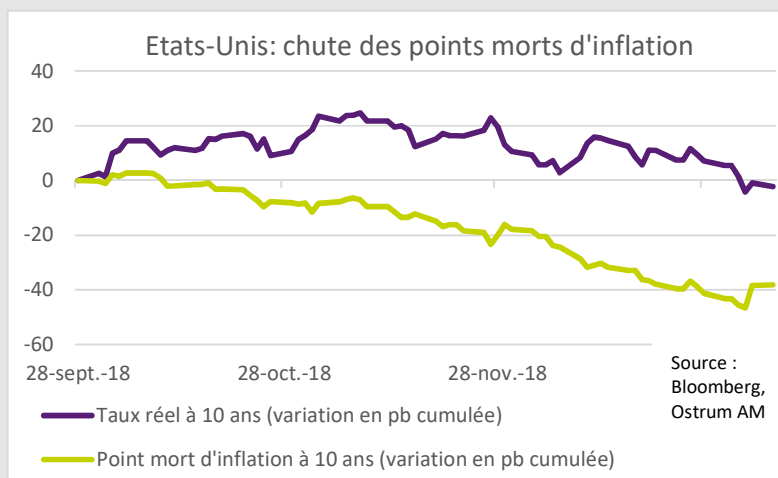
La volatilité perdure sur les marchés financiers en ce début d'année 2019. Les tensions internationales, le shutdown fédéral aux Etats-Unis et l'imbroglie européen autour du Brexit entretiennent un climat d'incertitude. L'once d'or en hausse de 12\$ entame logiquement l'année 2019 sur une note positive.

A l'instar de Mario Draghi en décembre, Jerome Powell a cherché à rassurer arguant du caractère flexible de la politique monétaire face à la baisse des actions. L'indice S&P 500 bondissait de 3,4% vendredi après ses commentaires et les bons chiffres de l'emploi aux Etats-Unis. Toutefois, les taux restent très bas autour de 2,65% sur le 10 ans

américain et 0,20% sur le Bund. Les spreads souverains s'élargissent de nouveau en zone euro. Les spreads de crédit sont orientés à la hausse, notamment sur le high yield où les primes dépassent 530pb en zone euro. Les financières souffrent également. En revanche, la dette émergente en dollars affiche un resserrement de 11pb. Le rebond inattendu du pétrole y contribue probablement.

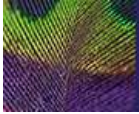
Sur le marché des changes, le dollar perd du terrain face à la plupart des devises, à l'exception de l'euro stable à 1,145\$. Le yen japonais (108) retrouve un rôle de valeur refuge. Le réal brésilien s'apprécie après la prise de fonction de Jair Bolsonaro.

### Le graphique de la semaine



Le graphique montre l'évolution des taux réels et des points morts d'inflation à 10 ans depuis le début de la correction boursière en octobre.

Les taux réels ont baissé de 2pb. Si cette baisse provenait des craintes sur la croissance, l'ajustement aurait dû être plus brutal. Les points morts (38pb) traduisent une probable sur-réaction à la chute du pétrole et la recherche de sécurité face à la baisse des actions. Il est probable que les emprunts indexés soient sous-évalués désormais.



## Inflexion du cycle manufacturier mondial

Les premières publications économiques de l'année dépeignent un scénario de ralentissement du secteur manufacturier dans le monde. L'ISM américain tombe à 54 et, au-delà du niveau de l'enquête, ce sont les commentaires des entreprises qui traduisent le mieux la problématique actuelle. La plupart des secteurs rapportent des difficultés liées à la hausse des tarifs américains et des problèmes d'approvisionnement allongeant les délais de livraison. Le secteur des biens électroniques est particulièrement exposé aux tensions commerciales sino-américaines. Toutefois, la demande interne, soutenue par les embauches (+312k en décembre) et la chute du pétrole, maintiendra la croissance américaine au-dessus de 2% en 2019. En zone euro, les tensions sociales et politiques internes amplifient la dynamique mondiale. L'Italie est sans doute entrée en récession et la conjoncture s'infléchit nettement en France. L'Allemagne ne fait pas exception, ses marges de manœuvre budgétaires restant inutilisées. En Asie, les enquêtes pointent à la baisse et motivent un assouplissement de la politique économique en Chine. Le déficit public va s'accroître et la PBoC a annoncé la diminution d'un point du taux de réserves obligatoires des banques afin de stimuler l'octroi de crédit, voire d'affaiblir la monnaie. Dans ce contexte, la conjoncture manufacturière semble suspendue à une résolution du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Une rencontre est prévue afin d'évoquer les conditions des transferts de technologie vers la Chine. En parallèle, le shutdown aux Etats-Unis constitue un coût économique supplémentaire. Un financement du mur avec le Mexique à hauteur des 5mds \$ réclamés par Donald Trump est exclu par la majorité démocrate. La situation de blocage perdure alors que se profilent déjà les discussions autour du relèvement du plafond de la dette publique américaine.

## Powell : la politique de la petite phrase

La volatilité élevée installée sur les marchés boursiers a fait réagir Jerome Powell. L'indice VIX de la volatilité implicite cote régulièrement au-delà de 25%. Le Président de la Fed a donc plaidé la flexibilité concernant notamment la politique bilancielle. A n'en pas douter, il s'agit d'un message de prudence pouvant préfigurer une pause dans le cycle monétaire. Cette intervention a eu un effet immédiat sur les cours boursiers. Le S&P s'affichait en hausse de 3,4% vendredi dernier. Les mouvements d'allocations d'actifs ont été abruptes au quatrième trimestre avec des flux importants vers les Treasuries, la dette municipale voire les emprunts publics indexés sur l'inflation (malgré le pétrole en baisse). A l'inverse, les marchés d'actions ont été largement vendus, à l'exception notable de l'Asie hors Japon. Les marchés du crédit (investment grade, high yield et leveraged loans) subissent de forts mouvements de décollecte. Ces mouvements fuyant la volatilité des actions ne

sauraient présager d'une demande illimitée pour les bons du Trésor américain. Les ratios de couverture des adjudications sont faibles depuis novembre et les spécialistes en valeurs du trésor ont été contraints d'absorber des montants inhabituels d'obligations autour de la fin d'année. La hausse attendue du déficit américain pourrait ainsi constituer une nouvelle source de volatilité.

## Prudence sur les marchés financiers

Sur les marchés de taux, il paraît difficile de vendre malgré des valorisations tendues. L'hypothèque du shutdown devra néanmoins être levée pour envisager un retour à la valeur d'équilibre que nous estimons à 3,16% actuellement. L'emprunt américain à 2,65% intègre toutefois des perspectives d'inflation irréalistes au-delà de l'effet mécanique de la baisse récente du pétrole. Parallèlement, le spread 10-30 ans offre un potentiel d'élargissement. La neutralité en sensibilité est recommandée comme sur le Bund allemand (0,22%). Après un net resserrement en fin d'année, l'Italie mène les spreads périphériques à la hausse. Le BTP 10 ans cote autour de 270pb (+20pb) alors que l'arrêt du QE compliquera le financement du déficit public de 2019. L'emprunt britannique fait face au risque de rejet de l'accord négocié par Theresa May par le Parlement le 15 janvier prochain. Sous 1,33%, l'analyse technique suggère une position acheteuse.

La hausse de l'aversion pour le risque rend les marchés d'actions difficiles à appréhender. Les gestions risk-parity populaires ces dernières années resteront vendeuses d'actions. La correction a réduit les ratios de capitalisation des résultats à moins de 11x en zone euro. Les valorisations sont désormais attrayantes d'autant que les attentes bénéficiaires sont plausibles (+8% en 2019). Le manque de catalyseur directionnel favorisera cependant les stratégies de valeur relative. Aux Etats-Unis, les rachats d'actions devraient diminuer à mesure que l'effet de la réforme fiscale diminue. La baisse des cours force sans doute des liquidations de positions compte tenu de l'importance de la margin debt. La prudence est recommandée. La dynamique des flux nous rassure en Asie mais les marchés demeurent suspendus à un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis.

Les spreads de crédit continuent de se tendre. La sous-performance des financières reflètent l'absence de communication de la BCE au sujet du refinancement des TLTROs. Les émetteurs d'obligations sécurisées se sont déjà manifestés. La classe d'actifs n'échappe pas à la tendance d'écartement des spreads (+7pb en 2019). Le high yield se tend de près de 20pb.

Enfin, la dette émergente résiste dans un environnement défavorable aux actifs risqués. Les flux s'équilibrent globalement. Le spread moyen cote autour de 400pb. On note un net regain d'intérêt pour la Russie, le Brésil ou encore le Mexique grâce à la stabilisation du pétrole.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.59 %	+3	+1	+3
EUR Bunds 10a	0.22%	-3	-3	-3
EUR Bunds 2s10s	80 bp	-5	-5	-5
USD Treasuries 2a	2.51 %	+3	-20	+3
USD Treasuries 10a	2.67 %	-1	-18	-1
USD Treasuries 2s10s	16 bp	-4	+2	-4
GBP Gilt 10a	1.25 %	-3	-2	-3
JPY JGB 10a	-0.01 %	-1	-7	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	51 bp	+4	+7	+4
Italie	269 bp	+18	-20	+18
Espagne	129 bp	+11	+8	+11
Inflation Points-morts (10a)	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	99 bp	-1	-15	-1
USD TIPS	178 bp	+6	-13	+6
GBP Gilt Indexés	324 bp	+6	-3	+6
EUR Indices Crédit	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	159 bp	+7	+8	+7
EUR Agences OAS	65 bp	+4	+4	+5
EUR Obligations sécurisées OAS	67 bp	+3	+1	+4
EUR High Yield Pan-européen OAS	532 bp	+19	+42	+19
EUR/USD Indices CDS 5a	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	88 bp	-1	+2	-1
iTraxx Crossover	349 bp	-5	+6	-5
CDX IG	82 bp	-5	+2	-5
CDX High Yield	419 bp	-31	+8	-31
Marchés émergents	7-janv.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	404 bp	-4	+9	-11
Devises	7-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.146	+0.1	+0.74	+0.1
GBP/USD	\$1.276	+0.08	+0.24	+0.08
USD/JPY	¥108.53	+1.04	+3.83	+1.04
Matières Premières	7-janv.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$58.3	\$5.1	-\$3.5	\$4.5
Or	\$1 287.8	\$6.2	\$38.5	\$6.2
Indices Actions	7-janv.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 548	2.52	-3.22	1.65
EuroStoxx 50	3 032	1.51	-0.88	1.01
CAC 40	4 715	0.77	-2.04	-0.34
Nikkei 225	20 039	4.61	-7.56	0.12
Shanghai Composite	2 533	2.01	-2.79	1.57
VIX - Volatilité implicite	21.35	-24.66	-8.09	-16.01

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)