

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

4 février 2019 /// n°5-2019

Powell fait volte-face

Points clés

- **Le communiqué de la Fed n'indique plus de hausses de taux**
- **Rally sur les spreads de crédit, high yield et les émergents**
- **Etats-Unis : BPA bien orientés au 4t18, prévisions en baisse**
- **Le T-note proche de 2,70%, le Bund sous 0,20%**
- **Récession en Italie et tensions sur les spreads**

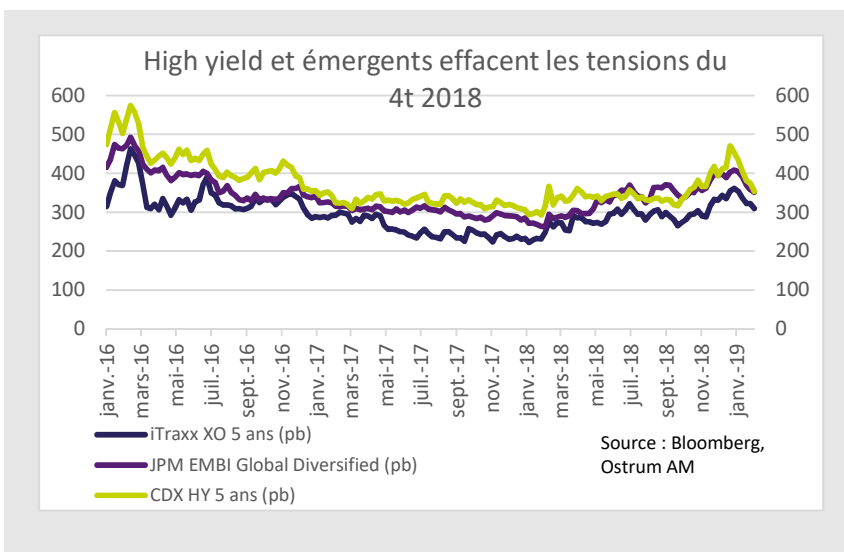
Le discours de la Fed a radicalement changé depuis quelques semaines contribuant à une forte détente des spreads de crédit risqués (émergents, high yield). L'environnement international et le shutdown justifient, selon Jerome Powell, un statu quo prolongé qui sonne comme la fin du cycle monétaire.

Les taux diminuent et la courbe américaine se pentifie. Le S&P 500 s'adjuge 1,5% sur la semaine et le rebond du pétrole se poursuit, entraînant une hausse des points morts d'inflation (+10pb sur les TIPS). En zone euro, la posture de la Fed ne fait que renforcer le biais accommodant de la BCE. Le Bund reste sous 0,20%. La dégradation du cycle italien

pèse sur le spread des BTPs (260pb) entraînant un élargissement moindre des spreads espagnols. En revanche, la demande de crédit se redresse dans le sillage des actions. Les réductions de spreads de crédit IG et high yield s'échelonnent de 7 à 17pb en zone euro sur cinq séances. L'iTraxx XO ou le CDX HY affichent des resserrements de 44pb et 94pb en 2019 respectivement.

Le dollar américain s'est déprécié au cours des dernières semaines. L'euro se stabilise au-delà de 1,14\$ alors que le sterling revient à la réalité après un début d'année en fanfare.

Le graphique de la semaine



Le revirement de la Fed a provoqué un violent ajustement des spreads de crédit, en particulier sur les notations les plus spéculatives.

L'indice américain CDX HY affiche un rétrécissement de 94pb en 2019. Le spread cote désormais juste au-dessus de 350pb. La dette émergente profite aussi de la baisse des taux sans risque américain et du dollar. Le spread s'est réduit de 55pb depuis la fin de l'année.

Le Crossover européen ignore le ralentissement pour s'approcher de la barre des 300pb.



Powell : virage à 180 degrés

La Réserve Fédérale adopte un ton délibérément accommodant. La conjoncture internationale, les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine et la politique intérieure (shutdown, débat sur le plafond de la dette) justifient, selon la Banque Centrale, un statu quo monétaire prolongé. La politique bilancielle reste inchangée mais la Fed indique que les achats de titres pourraient de nouveau compléter la politique de taux à l'avenir si besoin. Le resserrement des conditions financières est l'une des raisons de la prudence.

Ce changement de ton peut paraître excessif tant l'économie américaine s'avère insensible au fléchissement du commerce mondial et de la croissance européenne. L'emploi progresse de plus de 300k en janvier malgré le shutdown fédéral. L'ISM manufacturier se redresse à 56,6 malgré l'atonie des commandes à l'exportation. En outre, le resserrement des conditions financières se réfère essentiellement à la baisse de la bourse au quatrième trimestre... que les 'petites phrases' des banquiers centraux américains ont déjà largement corrigé. Le rebond des cours est même impressionnant dans son ampleur compte tenu des attentes de résultats en baisse sur les trimestres à venir. Le retour du « put » de la Fed joue donc à plein. Les rendements sur le marché du crédit IG américain (majoritairement BBB) sont aussi revenus sous 4%, soit le niveau qui prévalait début octobre avant la correction. Toujours est-il que le communiqué de la Fed évoque désormais des « ajustements » de taux d'intérêt à venir, un terme volontairement équivoque quant aux prochains mouvements. Ce vocable préfigure un abaissement des projections de taux en mars et favorise les anticipations de baisse des Fed Funds en cas de signaux de retournement cyclique. Par ailleurs, l'impossibilité pour la BCE de sortir de sa politique accommodante a peut-être joué un rôle dans le changement de ton de la Fed.

Neutralité sur les taux à court terme

Dans ce contexte, nous privilégions la neutralité directionnelle sur le T-note. Techniquement, la cassure de 2,57% constituerait un signal acheteur. La chape de plomb imposée par la Fed sur les rendements obligataires maintiendra le T-note sous sa valeur d'équilibre que nous situons à 3,04% en février. La Fed sera de nouveau active sur les marchés primaires compte tenu des tombées de Treasuries estimées à 56mds \$ en février. La pente de la courbe des taux s'est légèrement accentuée (+3pb sur le 2-10 ans). La pentification devrait se poursuivre sur le segment 10-30 ans. Cette position bénéficierait d'anticipations de baisses des Fed Funds (via l'inflation anticipée) et son portage est favorable. Les emprunts indexés sont globalement attrayants aux niveaux de points morts actuels. La légère baisse du dollar et la hausse forte du

pétrole ont déjà provoqué un retournement des breakevens. Certes, le portage d'inflation sera réduit à court terme mais cette classe d'actifs conserve de la valeur.

En zone euro, le Bund a réagi au mouvement des taux américains venant appuyer le biais accommodant de la BCE. Le Bund à 10 ans s'échange sous 0,20%. L'aplatissement reste tendance lourde d'autant que la conjoncture économique se dégrade dans plusieurs pays de l'union monétaire. L'Italie est entrée en récession et la confiance des entrepreneurs en berne n'augure aucun redressement. Le PMI manufacturier italien plonge sous 48 en janvier. Les spreads s'élargissent logiquement vers 260pb sur le BTP à 10 ans. En France, la faiblesse de la demande interne (consommation, logement, investissement productif) inquiète. L'activité (+0,3%t au 4t18) a néanmoins progressé grâce à un rebond surprenant du solde extérieur. Cependant, l'OAT reste protégée par la profondeur du marché français et la faiblesse des rendements allemands. Les spreads sont inchangés à 41pb. Les swap spreads devraient également diminuer. La croissance espagnole demeure solide à 2,4%a mais les spreads des Bonos (107pb, +6pb) ont tout de même réagi aux tensions sur l'emprunt italien.

Large rebond des actions américaines

Le rebond des marchés d'actions aux États-Unis s'avère impressionnant. Le solde de titres en hausse sur un an net des baisses de cours est revenu au niveau de fin septembre, ce qui est caractéristique de l'effet des conditions de liquidité perçues sur les marchés financiers. Pourtant, les perspectives de résultats à l'horizon des quatre prochains trimestres se sont assombries. Ce retournement de tendance intervient cependant à partir de niveaux de BPA très élevés. La croissance des BPA au 4t18 se situe à 14%, grâce à l'amélioration de la profitabilité dans les secteurs du pétrole, de la finance mais également de l'industrie. D'autres actifs risqués profitent de l'embellie. Les spreads sur le segment du high yield se sont énormément resserrés. L'indice CDX high yield cote 357pb contre 451pb en fin d'année dernière. La recherche de rendement comprime également les spreads sur l'univers investment grade. La dette émergente en dollars bénéficie de la recherche de rendement. Le spread moyen se réduit de 7pb sur une semaine à 351pb. Les flux sur la dette externe trouvent un écho sur les marchés en devises locales.

En Europe, la remontée de l'euro semble limiter le potentiel haussier des marchés d'actions. Les banques continuent d'inquiéter, d'où un recul marqué de leurs cours (-5,6%). Les valeurs liées à la consommation, y compris les titres plus défensifs, résistent. Les premières publications de résultats relatives au 4t18 sont globalement sans relief. Les surprises à la baisse sont majoritaires dans la plupart des secteurs cotés.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	+1	+3	+4
EUR Bunds 10a	0.18%	-3	-3	-7
EUR Bunds 2s10s	75 bp	-4	-6	-11
USD Treasuries 2a	2.53 %	-6	+3	+4
USD Treasuries 10a	2.72 %	-2	+6	+4
USD Treasuries 2s10s	20 bp	+4	+2	0
GBP Gilt 10a	1.28 %	+1	+0	+0
JPY JGB 10a	-0.01 %	-1	+3	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	41 bp	+0	-8	-6
Italie	256 bp	+10	-13	+6
Espagne	107 bp	+5	-20	-11
Inflation Points-morts (10a)	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	99 bp	-1	+3	0
USD TIPS	187 bp	+10	+11	+16
GBP Gilt Indexés	320 bp	+9	-5	+2
EUR Indices Crédit	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	142 bp	-7	-10	-10
EUR Agences OAS	61 bp	-1	+1	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	65 bp	-3	+1	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	458 bp	-17	-55	-55
EUR/USD Indices CDS 5a	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	71 bp	-5	-18	-17
iTraxx Crossover	312 bp	-15	-43	-42
CDX IG	67 bp	-7	-18	-21
CDX High Yield	356 bp	-26	-78	-95
Marchés émergents	4-févr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	351 bp	-7	-64	-64
Devises	4-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.143	+0	-0.36	-0.21
GBP/USD	\$1.303	-0.79	+2.03	+2.25
USD/JPY	¥109.92	-0.49	-1.19	-0.24
Matières Premières	4-févr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$62.5	\$2.7	\$5.3	\$8.5
Or	\$1 314.6	\$4.7	\$26.3	\$33.0
Indices Actions	4-févr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 713	2.63	7.16	8.24
EuroStoxx 50	3 165	0.89	4.06	5.46
CAC 40	5 000	2.28	5.55	5.70
Nikkei 225	20 884	1.14	6.76	4.34
Shanghai Composite	2 618	0.63	4.11	4.99
VIX - Volatilité implicite	15.96	-15.42	-25.35	-37.21

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. 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.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

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.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

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