

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 mars 2019 /// n°9-2019

Fed : la fin de la normalisation

Points clés

- Les marchés d'actions bien orientés avant la Fed, le dollar baisse
- Fed : statu quo sur les taux et stabilisation du bilan en fin d'année
- Brexit : May joue sa dernière carte
- Fort resserrement des spreads de crédit
- La note du Portugal rehaussée à BBB par S&P

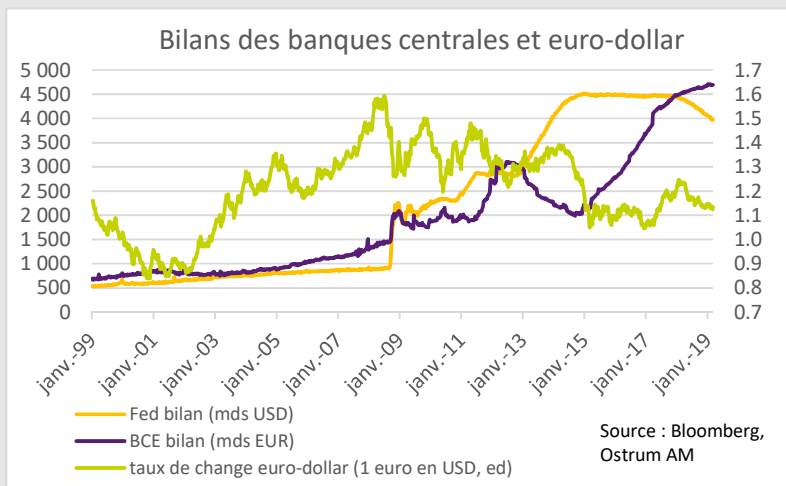
La Fed devrait entériner l'arrêt de son cycle monétaire cette semaine. L'ajustement baissier du dollar profite à l'ensemble des marchés d'actifs risqués. L'assouplissement verbal de la Fed a effacé la volatilité.

Les principaux marchés d'actions s'adjugeaient 2% la semaine passée. L'Europe s'affiche en hausse de 13% environ en 2019. Shanghai progresse de 24% portée par l'espoir d'une issue favorable dans les négociations commerciales. Les marchés du crédit rattrapent leur retard de performance sur les souverains. L'investissement grade européen se resserre de 8pb à 123pb. Le spread moyen sur le high yield se rétrécit de 19pb. Les dettes des

financières effacent les doutes initiaux sur la politique de la BCE, à l'instar des actions bancaires européennes (+4,4%) cette semaine. Les émergents profitent de la hausse des matières premières et de la baisse du dollar. Les spreads en dollars repassent sous 350pb. La hausse du pétrole profite également aux emprunts indexés. Le point mort américain à 10 ans se rapproche de 2%.

La faiblesse du dollar traduit le positionnement des intervenants avant le FOMC. L'euro reprend 1% vers 1,135\$. La politique de la BoJ empêche toutefois un rebond du yen. Le sterling reste une énigme. La monnaie britannique cote au-delà d'1,32\$.

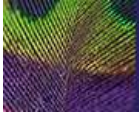
Le graphique de la semaine



La politique monétaire est un facteur déterminant des parités de change. Une hausse de l'offre de monnaie déprécie le taux de change.

Le retournement de l'euro-dollar en 2018 est la conséquence de la divergence des politiques bilancielle de la BCE et de la Fed.

La normalisation du bilan de la Fed va s'arrêter en 2019. Par ailleurs, une moindre demande aux TLTRO-III réduirait le bilan de la BCE. Ces deux éléments favoriseraient un rebond de l'euro vers la fin de 2019.



FOMC : la fin de la normalisation

La Fed a relevé ses taux de 225pb depuis décembre 2015. Parallèlement, la Fed a cessé progressivement de réinvestir l'intégralité des tombées de son portefeuille d'obligations du Trésor et de MBS accumulé depuis 2008. La Fed semble désormais considérer que la taille de son bilan est proche du niveau optimal pour la gestion du cycle économique et financier. Jerome Powell évoquait récemment une cible à 16-17% du PIB nominal. Cela correspondrait à un total d'actifs de l'ordre de 3450mds \$, soit environ 500mds \$ de moins que le bilan actuel. En maintenant le rythme actuel de réduction de 50mds \$ par mois, l'objectif serait atteint autour de la fin de l'année 2019. La fin de la normalisation monétaire s'accompagne logiquement d'un statu quo sur les taux afin d'éviter une inversion de la courbe des taux sans doute néfaste au secteur bancaire.

Sur le plan économique, le trou d'air de la croissance américaine au 1T19 justifie une pause. L'activité devrait croître modestement en raison d'un affaiblissement de la demande de biens durables et d'une contribution négative de la demande extérieure. Le délai dans le versement du trop-perçu fiscal, le protectionnisme et le shutdown ont pesé sur l'activité en janvier-février. Une croissance d'à peine 1% en rythme annuel semble se dessiner. Le niveau des enquêtes de confiance, la dynamique de l'investissement des entreprises et l'emploi, toujours bien orienté, laisse envisager une amélioration ultérieure mais la Fed ne prendra en aucun cas le risque d'une rechute des marchés inévitable en cas de tournant restrictif.

La Fed regonfle les valorisations

Dans ce contexte, une position longue en sensibilité est recommandée dans les portefeuilles libellés en dollars. La position à la pentification de la courbe est maintenue sur le segment 10-30 ans. Le corollaire de la nouvelle donne monétaire est l'ajustement à la baisse du dollar qui profite à l'ensemble des classes d'actifs risqués. Les points morts d'inflation se redressent sous l'effet du pétrole et de la politique économique expansionniste. Le breakeven d'inflation à 10 ans remonte vers 2% malgré un IPC sorti sous les attentes en février (1,5%a). L'effet résiduel de la baisse du pétrole (gaz domestique, électricité...) en fin d'année 2018 va s'estomper au cours des mois à venir. La dette émergente bénéficie grandement de l'ajustement du dollar. Le spread émergent ressort sous 350pb. L'ensemble des émetteurs bénéficie de conditions de financement plus favorables.

Les actions américaines font fi de la baisse des profits au 1T19 qui n'épargne que le secteur des télécommunications. Les marchés intègrent une résolution du conflit commercial sino-américain alors qu'aucune avancée concrète ne se dessine. Les

valeurs les plus exposées à l'étranger surperforment ainsi leurs pairs servant principalement le marché intérieur. Les ratios de valorisations se tendent de nouveau, ce qui fait craindre un excès d'optimisme. Les PER basés sur les profits attendus en 2019 se situent autour de 16,5x. Après des performances à deux chiffres en 2019, la disparition de la volatilité milite sans doute pour la mise en place de couverture. Par ailleurs, l'asymétrie de la volatilité s'est estompée. Cette configuration rappelle le positionnement qui prévalait avant la correction de janvier 2018.

Nette surperformance du crédit en euros

En zone euro, la BCE a relancé les achats de dettes souveraines périphériques en annonçant une nouvelle série de TLTRO-III. Parallèlement, le rehaussement de la note portugaise par l'agence S&P (BBBu) salue le redressement économique et l'amélioration sensible du solde budgétaire. Le spread portugais à 10 ans casse le seuil de 120pb. De façon plus surprenante, Moody's laisse inchangées les perspectives de notations en Italie, ce qui profite aux BTPs (autour de 235pb). Le rendement du Bund (0,08%) reste orienté à la baisse, ce qui entretient la dynamique d'aplatissement sur le segment de courbe 2-10 ans.

Le revirement le plus marquant sur les marchés de taux européens concerne le marché du crédit. Les flux d'investissements vers la classe d'actifs ont fortement accéléré au cours des dernières semaines. Ainsi, le marché des obligations privées a effacé son retard de performance sur la dette souveraine et les indices synthétiques. Le spread moyen de l'univers euro IG ressort en baisse de 29pb depuis le début de l'année. Les dettes des financières participent au rally après un moment d'hésitation suite à la réunion de la BCE. Le rebond des Tier 1 impressionne. Les subordonnées et Tier 1 gagnent en effet plus de 5,6% en 2019. Le high yield se détend de 19pb cette semaine pour revenir à 405pb de la référence allemande dans le sillage du rally de l'iTraxx Crossover (-15pb cette semaine à 270pb).

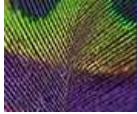
Les marchés d'actions européennes poursuivent leur hausse vertigineuse en 2019. Depuis le début de l'année, les principaux indices affichent des gains à deux chiffres (12 à 15%) improbables au regard de la dynamique conjoncturelle actuelle. Certes les valorisations peu chères laissaient envisager que le point bas avait été atteint mais les risques politiques et cycliques sont ignorés. Le marché européen s'échange au-delà de 12x les résultats de 2019. Comme aux Etats-Unis, l'asymétrie de la volatilité implicite indique un positionnement peut-être trop optimiste des intervenants.

Enfin, l'accord de Brexit négocié avec les 27 sera soumis une troisième fois au Parlement britannique. S'il est approuvé, le Brexit aura lieu le 30 juin. Un nouveau rejet rouvrirait la boîte de Pandore (élections, référendum...).

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.53 %	+1	+4	+8
EUR Bunds 10a	0.08%	+1	-3	-16
EUR Bunds 2s10s	61 bp	+1	-6	-24
USD Treasuries 2a	2.45 %	-2	-6	-3
USD Treasuries 10a	2.6 %	-4	-6	-8
USD Treasuries 2s10s	15 bp	-2	0	-5
GBP Gilt 10a	1.2 %	+2	+3	-8
JPY JGB 10a	-0.04 %	0	-1	-4
EUR Spreads Souverains (10a)	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	37 bp	+3	-6	-10
Italie	237 bp	-12	-28	-13
Espagne	108 bp	-1	-4	-10
Inflation Points-morts (10a)	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	102 bp	+6	+9	+3
USD TIPS	196 bp	+5	+9	+24
GBP Gilt Indexés	314 bp	-1	-1	-3
EUR Indices Crédit	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	123 bp	-8	-13	-29
EUR Agences OAS	54 bp	-1	-6	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	-1	-8	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	405 bp	-19	-41	-108
EUR/USD Indices CDS 5a	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	59 bp	-4	-9	-29
iTraxx Crossover	267 bp	-17	-29	-86
CDX IG	57 bp	-4	-5	-30
CDX High Yield	340 bp	-14	-6	-110
Marchés émergents	18-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	346 bp	-11	-11	-69
Devises	18-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.133	+0.75	+0.13	-1.1
GBP/USD	\$1.322	+0.57	+2.27	+3.72
USD/JPY	¥111.43	-0.19	-0.78	-1.59
Matières Premières	18-mars-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$67.5	\$0.9	\$1.0	\$13.2
Or	\$1 301.5	\$10.4	-\$25.1	\$19.9
Indices Actions	18-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 829	1.63	1.92	12.84
EuroStoxx 50	3 388	2.53	4.41	12.88
CAC 40	5 413	2.79	4.73	14.42
Nikkei 225	21 585	2.17	1.32	7.84
Shanghai Composite	3 096	2.29	12.37	24.16
VIX - Volatilité implicite	13.14	-8.30	-11.87	-48.31

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.



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