

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

1 avril 2019 /// n°11-2019

La BCE fait un geste pour les banques

Points clés

- Les marchés d'actions en hausse de 2%
- Secteur bancaire : la BCE va tenir compte des effets néfastes des taux négatifs
- Le T-note se stabilise vers 2,40%
- Le dollar s'apprécie face à l'euro et au yen
- Les indices de CDS se resserrent, dynamique favorable sur le crédit

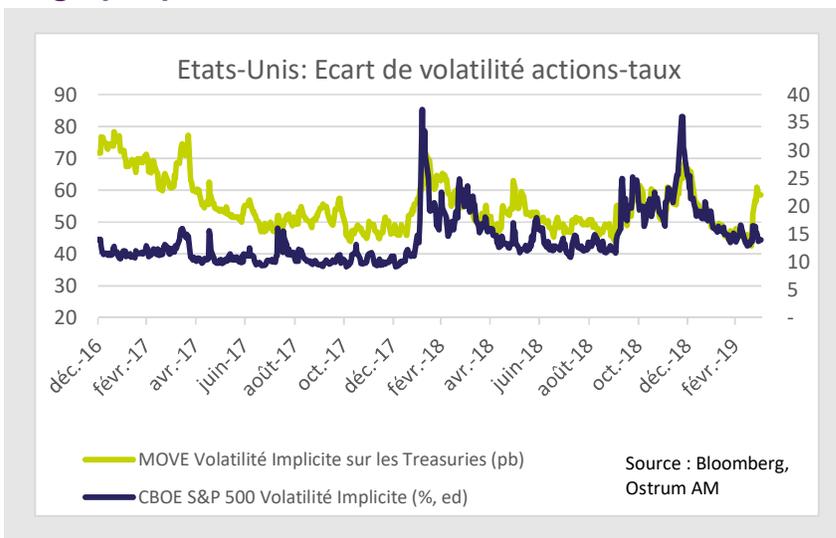
Les marchés d'actions ont repris le chemin de la hausse la semaine passée. Les indices européens s'inscrivent en hausse de 2,5%. Le rebond des valeurs bancaires est consécutif au discours de Mario Draghi qui pointait la nécessité d'une refonte de la rémunération des dépôts. La hausse des cours concerne aussi les marchés américains et asiatiques.

Du côté des taux, la hausse des actions encourage les prises de profits. Le 5 ans américain remonte de 9pb. L'inversion du 2-5 ans s'estompe et la pentification de la courbe au-delà de 5 ans s'essouffle. La demande de TIPS reste faible de

sorte que les points morts ne réagissent plus à la hausse du brut. Le Bund (-0,04%) s'échange toujours sous 0%. Quelques flux vendeurs apparaissent sur les maturités longues. Les spreads souverains s'élargissent légèrement. Les indices synthétiques entraînent un resserrement modéré sur les obligations privées. Le spread sur l'iTraxx Crossover se réduit à 265pb. Les subordonnées bancaires profitent logiquement des annonces de la BCE.

Le dollar est bien orienté face aux principales devises. Le yen se déprécie au-delà de 111 contre le billet vert. L'euro rechute vers 1,12\$.

Le graphique de la semaine



Le calme semble être revenu sur les marchés d'actions avant la saison des résultats.

A l'inverse la volatilité cotée sur les instruments de taux est remontée à partir de niveaux extrêmement faibles observés avant le FOMC.

Le changement de ton de la Fed en mars a engendré un fort ajustement des taux d'intérêt longs vers 2,40% sur le 10 ans.

La baisse des taux tend à revaloriser les actions, ce qui est généralement associé à une diminution des risques perçus.



La BCE doit réformer la facilité de dépôt

Le discours de Mario Draghi du 27 mars a, une nouvelle fois, été l'occasion de justifier la politique monétaire accommodante alors que la conjoncture se dégrade en zone euro. Le point important de l'intervention de la BCE concerne cependant l'impact des taux d'intérêt négatifs sur les marges bancaires. La transmission de la politique monétaire à l'économie réelle requiert que les banques soient en capacité de prêter au secteur privé. Certaines institutions doivent certes abaisser leurs coûts d'exploitation, diminuer leurs mauvaises créances ou relever leurs fonds propres mais certains aspects de la politique monétaire apparaissent contre-productifs à ce stade.

Depuis juin 2014, la BCE applique un taux négatif aux réserves détenues par les banques auprès de l'institution. Ce taux d'intérêt, abaissé à quatre reprises en cinq ans, se situe à -0,40% depuis mars 2016. Les montants déposés sur cette facilité s'élèvent actuellement à près de 600mds €. L'excédent total de liquidités en zone euro atteint même 1820mds € fin mars. Le durcissement de la réglementation en matière de liquidité bancaire et la mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs ont largement contribué à cet excédent coûteux. Par ailleurs, la rarefaction de l'actif sans risque maintient les taux de repo sous le taux de dépôt. Il est donc naturel pour la BCE de réfléchir à une évolution de la facilité de dépôt. Les taux offerts par les banques à leurs déposants particuliers ou institutionnels sont en moyenne positifs. On pourrait imaginer qu'une partie des réserves (liées aux exigences réglementaires) soit rémunérée à 0% ou, par principe, au taux de refinancement de la BCE (0% aujourd'hui). Cette mesure aurait pour effet de relever le plancher effectif des taux sur le marché interbancaire sans modifier le taux marginal applicable au-delà d'un seuil spécifique à chaque banque.

L'aplatissement perdure en zone euro

La courbe des taux allemande s'est aplatie à la suite du discours de Mario Draghi. Le 30 ans allemand a touché un point bas en 2019 à 0,54% avant de repasser au-dessus de 0,60% sur fond de prises de profit. Malgré des valorisations peu attrayantes (-0,03% à 10 ans), la tendance et la configuration technique des marchés suggèrent de conserver une surexposition en sensibilité aux taux en zone euro ainsi qu'un biais à l'aplatissement sur le segment 2-10 ans. Les swap spreads courts devraient continuer de s'élargir.

Aux Etats-Unis, les publications économiques donneront le ton cette semaine après le rally engendré par le tournant accommodant de la Fed. Les flux finaux attestent de modestes prises de profits. Le portage des Treasuries est défavorable par rapport au LIBOR 3 mois qui se maintient autour de 2,60%. Le sentiment haussier est peut-être un frein à une nouvelle jambe de

baisse des taux américains. Si elle survenait, le niveau technique d'accélération baissière se situe aux alentours de 2,28%. La neutralité sur le T-note prévaut cette semaine. Le déblocage de positions de pentification (5-30 ans, 10-30 ans) la semaine passée ne change pas la tendance sur les échéances longues. Quant aux Gilts, l'interminable saga du Brexit et l'absence de prime de terme nous rend prudents.

Rebond des marchés boursiers

La politique monétaire continue d'effacer l'impact d'une situation économique sans relief en zone euro sur les cours boursiers. Les indices ressortent en hausse de plus de 2% la semaine passée. Le rendement des actions de l'ordre de 3,5% en Europe reste un argument de poids en faveur de la classe d'actifs. Certains investisseurs sont néanmoins enclins à couvrir leurs positions après la forte hausse des cours au premier trimestre. Il est vrai que la volatilité implicite des actions (et donc le coût de ces couvertures) reste basse. Les estimations de BPA pour 2019 sont compatibles avec une hausse des résultats de 5 à 10% cette année. Les actions bancaires, largement décotées en raison de l'environnement de taux, affichent un rebond fragile. Il ne s'agit pourtant pas d'un retour de la thématique value puisque les flux vers les valeurs de croissance sont majoritaires. Le cycle favorise les défensives de croissance. Le secteur de l'énergie (peu sensible au directionnel) reste soutenu par le renchérissement du pétrole.

Le marché américain gagne plus d'1% en cinq séances. L'écart de performance avec l'Europe traduit probablement la vigueur du dollar (1,12\$ pour un euro). Les prévisions de bénéfices s'ajustent aussi à la baisse conformément au ralentissement de l'activité observé au 1t 2019. La révision à la baisse des BPA en amont des publications atteint 0,5% sur le S&P 500. L'énergie (+0,4%) et les services de télécommunications (+0,7%) sont les seuls à surnager. Un rebond des profits est néanmoins projeté au 2t 2019. Par ailleurs, le positionnement actions des gestions et hedge funds ne semblent pas de nature à enrayer la hausse.

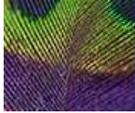
Concernant le crédit, le niveau bas des rendements souverains reste l'élément moteur de réallocations vers l'investissement grade notamment. Le spread moyen sur le crédit en euros se situe à 123pb contre Bund. La tendance au resserrement des indices synthétiques IG, HY sur les marchés européens et américains préfigure la poursuite du rétrécissement des primes. Le high yield européen s'échange environ 400pb au-dessus du Bund.

Sur les marchés émergents, la politique de la Fed constitue un soutien. Les spreads en USD autour de 350pb attirent les investisseurs et les taux locaux s'ajustent à la nouvelle donne monétaire.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.6 %	-3	-9	+1
EUR Bunds 10a	-0.03%	+0	-21	-27
EUR Bunds 2s10s	57 bp	+4	-12	-28
USD Treasuries 2a	2.33 %	+9	-23	-16
USD Treasuries 10a	2.49 %	+9	-26	-20
USD Treasuries 2s10s	16 bp	+1	-4	-3
GBP Gilt 10a	1.05 %	+6	-25	-23
JPY JGB 10a	-0.07 %	+1	-7	-8
EUR Spreads Souverains (10a)	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	40 bp	+2	+0	-7
Italie	253 bp	+0	-2	+3
Espagne	117 bp	+4	+15	-1
Inflation Points-morts (10a)	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	100 bp	-2	+9	+0
USD TIPS	191 bp	+4	-5	+20
GBP Gilt Indexés	321 bp	-4	+14	+4
EUR Indices Crédit	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	123 bp	+0	-5	-29
EUR Agences OAS	55 bp	+1	-2	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	54 bp	+1	-2	-9
EUR High Yield Pan-européen OAS	401 bp	-7	+1	-112
EUR/USD Indices CDS 5a	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	63 bp	-7	+0	-26
iTraxx Crossover	260 bp	-23	-19	-94
CDX IG	62 bp	-8	+2	-26
CDX High Yield	341 bp	-14	-4	-110
Marchés émergents	1-avr.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	351 bp	0	+14	-64
Devises	1-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.121	-0.95	-1.37	-2.12
GBP/USD	\$1.314	-0.33	-0.48	+3.08
USD/JPY	¥111.33	-1.37	+0.5	-1.5
Matières Premières	1-avr.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$68.8	\$2.0	\$3.7	\$14.2
Or	\$1 290.5	-\$32.3	-\$3.0	\$8.9
Indices Actions	1-avr.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 859	2.15	1.96	14.03
EuroStoxx 50	3 385	2.57	2.21	12.79
CAC 40	5 406	2.75	2.67	14.27
Nikkei 225	21 509	2.54	-0.43	7.47
Shanghai Composite	3 170	4.18	5.89	27.12
VIX - Volatilité implicite	13.71	-16.04	1.03	-46.07

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