

2019 : une année de transition sur les marchés monétaires

Janvier 2019



Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS



L'année vient de commencer et il semble opportun de se pencher sur les principaux enjeux concernant l'activité de gestion monétaire d'Ostrum AM en 2019 :

- **Nos perspectives sur les marchés monétaires pour 2019** : *Que va faire la Banque Centrale Européenne ? A quoi s'attendre en 2019 sur les marchés monétaires ?*
- **Repositionnement de nos expertises monétaires** : *2018 aura été une année de transition avec la décision de recentrer notre offre de fonds sur quatre fonds monétaires qui -nous le pensons- seront plus à même de répondre aux besoins de trésorerie divers, avec notamment l'apparition d'un fonds monétaire ISR*
- **Point sur la nouvelle réglementation monétaire** : *les règles vont changer dès cette année avec notamment l'apparition de nouveaux ratios de liquidité à respecter*
- **L'ESTER ou Euro Short-Term Rate** : *2019 verra l'apparition du remplaçant de l'EONIA. Explications.*

NOS PERSPECTIVES SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRES POUR 2019

L'année 2018 avait pourtant commencé sur les chapeaux de roues profitant d'une reprise globale et homogène de la croissance tout au long de 2017.

L'activité avait alors progressé sans inflation, avec un prix du pétrole réduit et des banques centrales toujours accommodantes, même aux Etats-Unis. Cette dynamique est devenue par la suite plus hétérogène en 2018. D'abord parce que le prix du pétrole était plus élevé face à une demande plus solide. Un prix plus cher est toujours une contrainte sur l'activité. Ensuite, les pays européens, qui avaient bénéficié d'une dynamique de rattrapage en 2017, ont montré les limites de leur capacité à croître.

Ainsi, le pic de croissance de la fin 2017 de la zone euro a été suivi d'un ralentissement en 2018 reflétant progressivement la convergence vers la croissance potentielle et c'est ce que nous continuons de voir pour 2019. Nous n'attendons pas de retournement parce qu'il n'y aura pas de dynamique commune via des mesures de politique économique coordonnée.

La normalisation de la politique monétaire en zone Euro continuera de se faire lentement. Il n'y a pas de précipitation. Nous n'imaginons pas d'accélération de l'inflation en zone euro et ce notamment en raison du prix du pétrole qui va rester bas. Cela impliquera une faible contribution de l'énergie à l'inflation qui restera en dessous de l'objectif de 2% de la Banque Centrale Européenne (BCE). Le repli attendu de l'inflation et une faible croissance attendue ne militent pas pour un changement de la politique monétaire. **L'année 2019 aura au maximum une hausse de taux. Notre attente est qu'il n'y en ait pas !** La BCE restera très accommodante au travers notamment de sa politique de réinvestissement.

Concernant le marché monétaire, 2019 continuera d'être marqué par des rendements négatifs :

Source : Ostrum AM. Rédigé le 09.01.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

- La récente baisse des anticipations d'une hausse des taux directeurs par les investisseurs, caractérisée par le resserrement de l'écart entre l'EONIA Forward et le taux de dépôts de la BCE, continue de plaider pour un environnement de taux bas ;
- Cela dit, nous prévoyons que les rendements offerts par les instruments monétaires seront en progression dès le début de l'année 2019 en raison des récents écartements des spreads de crédit, lequel mouvement devrait se poursuivre. Des opportunités pourront aussi être saisies dans un marché plus discriminant entre les émetteurs. Ceci sera d'autant plus vrai que la maturité des instruments sera longue.

L'Italie reste le principal facteur de risque sur les marchés obligataires en zone euro. La situation budgétaire du pays est très compliquée et on peut craindre que l'Italie perde l'accès au marché avec, à la clé, hausse de la volatilité et hausse des spreads.

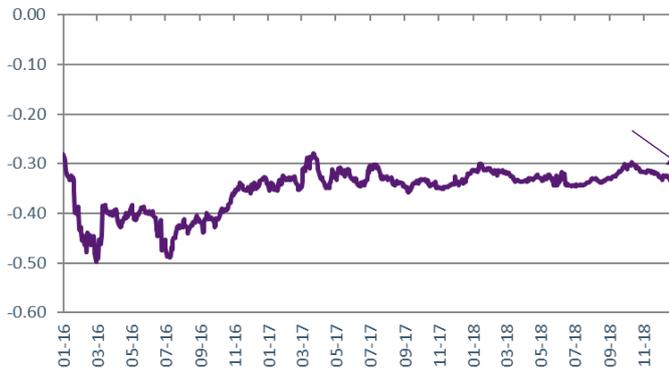
Un second risque serait le ralentissement de l'activité économique qui pourrait avoir un impact défavorable sur le crédit, une classe d'actif sensible au cycle économique.

Concernant la France, nous restons attentifs à l'évolution des mouvements sociaux de fin d'année et de leurs impacts potentiels notamment sur la croissance.

Nous continuons de maintenir une grande sélectivité en matière de choix des émetteurs et des durées pour prévenir tout retournement de marché éventuel ou choc spécifique.

On constate un fléchissement depuis la fin octobre sur les **taux EONIA Forward** et plus particulièrement sur le taux 1 an dans 1 an. Ce qui indique que les investisseurs s'attendent à un recul du resserrement de la politique monétaire par la BCE.

Forward EONIA 3 mois dans 1 an
Evolution sur 3 ans glissant



Forward EONIA 1 an dans 1 an
Evolution sur 3 ans glissant



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données à fin décembre 2018. Les performances indiquées sont représentatives des performances passées et ne sont pas une garantie des résultats Futurs. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Les mois de novembre et décembre 2018 ont été particulièrement négatifs pour le **crédit court-terme** en raison de la conjonction de trois facteurs principaux que sont :

- les négociations difficiles sur le Brexit en cours,
- le bras de fer entre le gouvernement italien et la commission européenne à propos du budget Italien,
- les inquiétudes sur la croissance mondiale résultant de la guerre commerciale menée par les Etats-Unis,
- la normalisation globale de l'ensemble des politiques monétaires des banques centrales

Les rendements du crédit sont désormais de retour aux niveaux de mars 2016 correspondant à l'annonce du CSPP et qui avait provoqué une compression rapide des spreads de crédit.

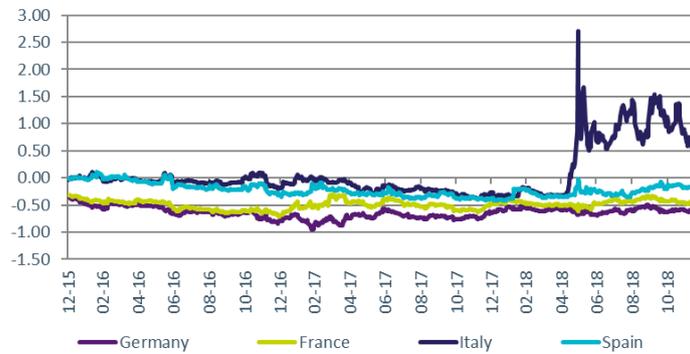
Rendement actuariel Euro Corporate 0-3Y
Evolution sur 3 ans glissant



Source : Ostrum AM, Barclays. Indice Barclays Euro Corporate 0-3Y. Données à fin décembre 2018. Les performances indiquées sont représentatives des performances passées et ne sont pas une garantie des résultats Futurs. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

A l'inverse de ce qui a été constaté sur le crédit, les rendements des obligations souveraines à court-terme de la zone euro n'ont pas évolué dans un contexte de marché averse au risque et restent donc négatifs. Seule l'Italie se démarque avec des taux bien ancrés en territoire positif.

Rendement des Taux souverains 2 ans

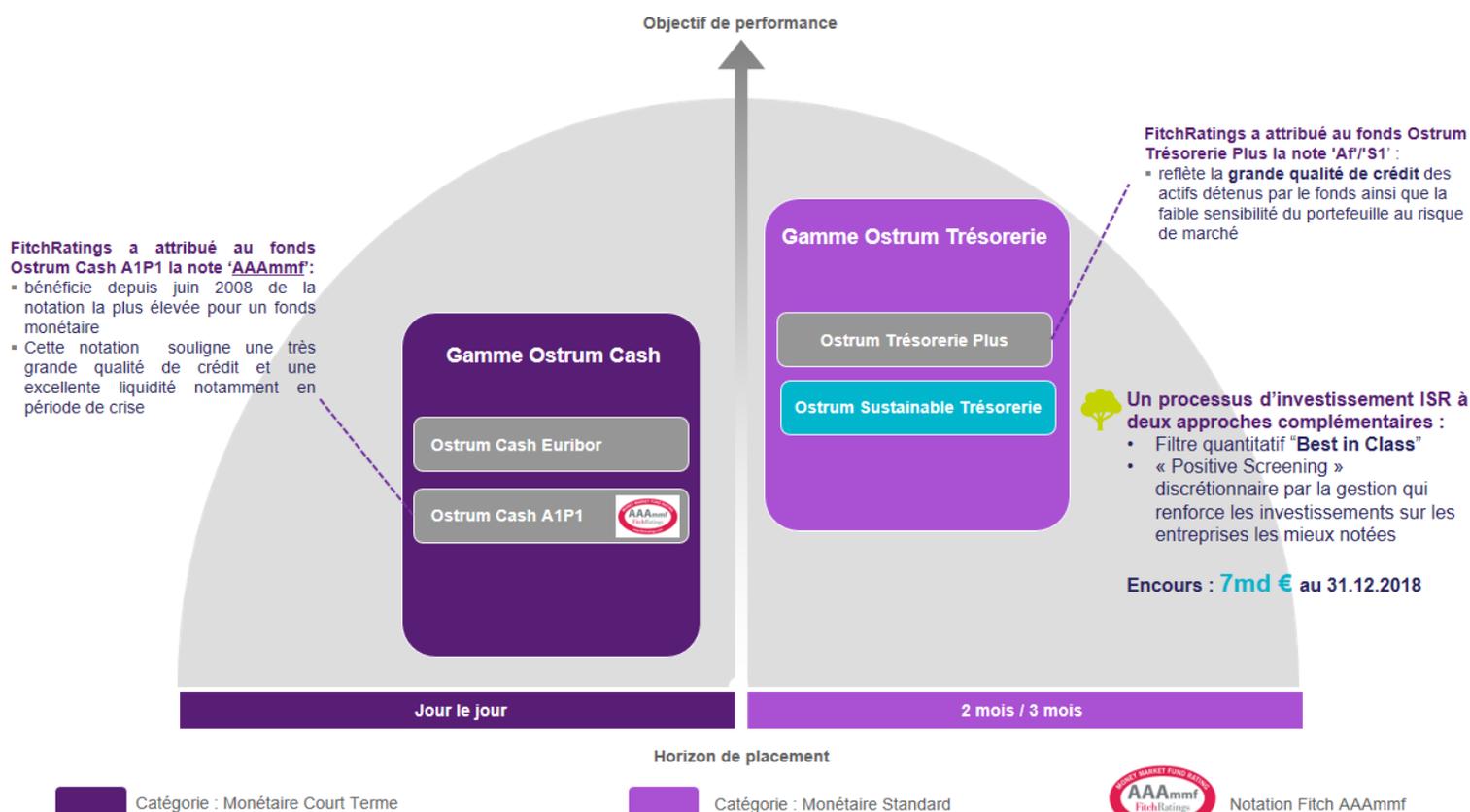


Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données à fin décembre 2018. Les performances indiquées sont représentatives des performances passées et ne sont pas une garantie des résultats Futurs. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

REPOSITIONNEMENT DE NOS EXPERTISES MONÉTAIRES

2018 aura été une année de transition avec la décision de recentrer notre offre de fonds sur quatre fonds monétaires qui -nous le pensons- seront plus à même de répondre aux besoins de trésorerie divers, que ce soit en matière de fonds court-terme monétaire ou fonds monétaires standards.

C'est notamment le cas avec le passage de l'un de nos fonds monétaires historiques en gestion ISR :



A l'exception de Ostrum Cash Euribor, qui est une SICAV de droit français, les autres fonds mentionnés ci-dessus sont des Fonds Commun de Placement de droit français. Les références à un classement, un prix et/ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire. Les détails sur la méthodologie de notation sont disponibles sur www.fitchratings.com

Focus sur Ostrum Sustainable Trésorerie

A partir de l'univers d'investissement monétaire défini par Ostrum AM, une sélection ISR est réalisée au travers de la combinaison d'une approche « Best in Class » et « positive Screening ».

I. Approche globale : « Best in Class »

- Chaque émetteur autorisé à l'univers monétaire est analysé et noté par **SUSTAINALYTICS**.
- Les émetteurs sont regroupés par classe selon la méthodologie d'Ostrum AM.
- Notre sélection « Best In Class » consiste à **exclure un pourcentage de 20% de chaque secteur**.
- A ce jour, nous avons une classe « Corporate » et une classe « bancaire, financière, assurance ».

II. Sélection active : « Positive Screening »

- Notre objectif est de renforcer nos investissements sur les émetteurs disposant des meilleures notations Sustainalytics, ce qui correspond donc aux émetteurs les plus vertueux.
- Cette sélection active complémentaire est réalisée de façon discrétionnaire et en fonction de notre objectif de rendement.

LE POINT SUR LA NOUVELLE REGLEMENTATION MONETAIRE

Les difficultés de certains fonds monétaires à valeur liquidative constante pendant la crise ont illustré des failles dans leur réglementation. Après 4 années de négociation, le Parlement européen et le Conseil ont enfin trouvé un accord sur le projet de Règlement européen sur les MMF (« Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Markets Funds »).

Cependant, cette nouvelle réglementation concerne principalement le fonctionnement des fonds monétaires à valeur liquidative constante tandis que son impact est plus limité sur les fonds monétaires à valeur variable. De plus, de nombreuses mesures imposées par le texte existent déjà dans les sociétés de gestion (ratios de liquidité, notations internes, etc.)

Trois typologies de fonds

A côté des fonds à valeur liquidative variable (VNAV), sont créés deux types de fonds à valeur liquidative constante :

- Les fonds **CNAV** (Constant Net Asset Value) investis en dette publique (au moins 99,5%) et à valeur liquidative constante
- Les fonds **LVNAV** (Low Volatility Net Asset Value) : fonds à valeur liquidative à faible volatilité

Catégorie	MMF court terme			MMF Standards
	CNAV	VNAV	LVNAV	VNAV
Type de fonds monétaires				
Durée de vie résiduelle jusqu'à l'échéance légale de chaque titre en portefeuille	397 jours maximum		397 jours maximum ou 75 jours maximum (si valorisation au coût amorti)	2 ans max avec taux révisable dans délai de 397 jours maximum
Maturité Moyenne Pondérée jusqu'à l'échéance (WAM)	60 jours maximum			6 mois maximum
Durée de Vie Moyenne Pondérée (WAL)	120 jours maximum			12 mois maximum

LVNAV, un modèle hybride ?

Bien que suivant une valeur liquidative constante, une conversion en valeur liquidative variable est possible dans le cas des deux scénarios suivants :

- Si l'écart entre la valeur liquidative constante et la valeur liquidative (i.e. la valeur de marché) est supérieur à 20 pbs, les souscriptions/rachats s'effectuent à la valeur liquidative

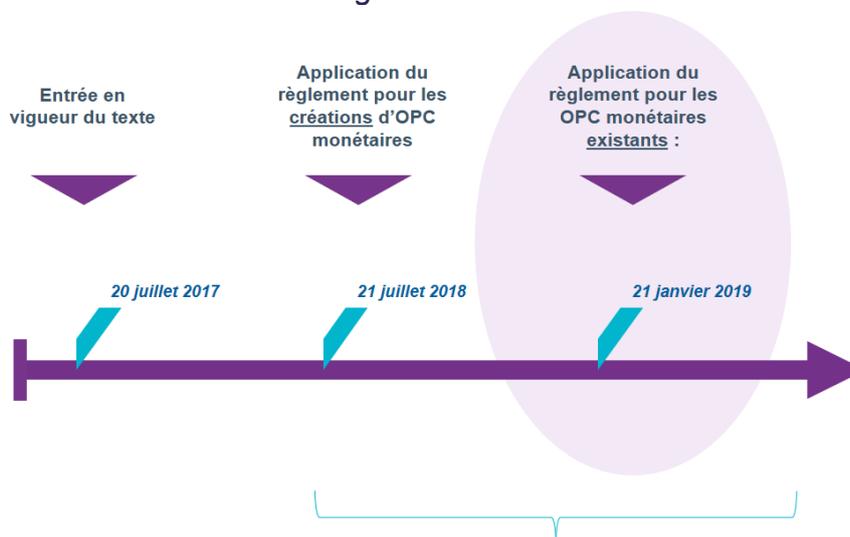
- Si, sur une période consécutive de 90 jours, l'écart entre la valeur liquidative constante et la valeur liquidative est supérieur à 20 pbs sur au moins 15 jours, les MMF de type LVNAV sont convertis automatiquement en MMF de type VNAV

Nouvelle réglementation : l'ajout de ratios de diversification

Réglementation s'appliquant aux fonds monétaires existants	Avant le 21/01/2019	Après le 21/01/2019
Classification	Monétaire CT / Monétaire	Monétaire CT / Monétaire <u>standard</u>
WAL max	120 jours / 12 mois	120 jours / 12 mois
WAM max	60 jours / 6 mois	60 jours / 6 mois
Maturité max des papiers à l'acquisition	397 jours / 24 mois	397 jours / 24 mois
Ratio émetteur crédit (% actif net) :	Règle de dispersion 5/10/20/40 : <ul style="list-style-type: none"> • Somme des émissions > 5% : 40% maximum • 10% maximum par émetteur • 20% maximum par groupe • 10% maximum investi en dépôts auprès d'un même établissement de crédit ➤ Les FPS pouvaient y déroger !	Règle de dispersion 5/10/40 : <ul style="list-style-type: none"> • 5% maximum par émetteur en instruments du marché monétaire, titrisation et ABCP • 10% maximum par groupe si la somme des groupes comprise entre 5 et 10% < 40% maximum • 10% maximum investi en dépôts auprès d'un même établissement de crédit
Liquidité journalière (% actif net)	Pas de contraintes	7.5% minimum
Liquidité hebdomadaire (% actif net)	Pas de contraintes	15% minimum
Opérations et expositions interdites	Actions, matières premières et risque de change	Actions, matières premières et risque de change, prêts emprunts de titres/d'espèces, vente à découvert

Aucun fonds monétaire ne pourra déroger à ces nouveaux ratios de diversification, y compris les FPS.

Calendrier d'application de la nouvelle réglementation monétaire



Tous les fonds monétaires sont concernés :
FIA (y compris FPS) ou OPCVM

Actifs éligibles / opérations et actifs interdits

Actifs éligibles	Opérations et actifs interdits
<ul style="list-style-type: none"> • Instruments du marché monétaire (IMM) • Instruments financiers émis ou garantis par les administrations centrales, régionales et locales de l'UE ou par des institutions de l'UE (Banque centrale européenne, Banque européenne d'investissement, etc.) ; • Dépôts d'établissement de crédit ; • Instruments dérivés sur taux d'intérêt, taux de change, monnaie ou indices (les dérivés OTC ne sont autorisés qu'à titre de couverture) ; • Prises en pension et mises en pension ; • Titrisations et ABCP (Asset backed commercial papers) ; • Parts ou actions d'autres fonds monétaires. 	<ul style="list-style-type: none"> • Exposition directe ou indirecte sur des actions ou des matières premières, y compris par l'intermédiaire de dérivés, de certificats représentatifs de ces actions ou matières premières ou d'indices basés sur celles-ci ; • Prêts et emprunts de titres ; • Prêts et emprunts d'espèces.

Quels impacts pour les fonds monétaires ?

Le respect de la nouvelle réglementation monétaire pourrait se traduire par une légère baisse des rendements à court et moyen terme en raison notamment des nouveaux ratios de liquidité qui imposent désormais une détention d'actifs avec des maturités très courtes (7.5% des actifs avec une maturité d'un jour et 15% avec une maturité d'une semaine).

Concernant notre gamme de fonds, l'impact sera plus limité pour Ostrum Cash A1P1 que pour les autres fonds monétaires. En effet, Ostrum Cash A1P1, notre fonds le plus défensif, dispose d'une notation AAmmf la plus élevée accordée par FitchRatings et répond pour y satisfaire à des contraintes plus strictes que celles prévues par la nouvelle réglementation à la fois en termes de ratios de liquidités, de qualité de crédit ou de durée de vie moyenne des actifs.

Liquidity Risk Criteria Attributes

Attributes	AAmmf	Ammf	Ammf	Additional considerations
Overnight liquidity	≥ 10%	≥ 10%	≥ 5%	Product type and investor base
Weekly liquidity	≥ 30%	≥ 20%	≥ 10%	Product type, investor base and minimum regulatory threshold levels triggering liquidity fees and/or redemption gates
Illiquid assets	≤ 10%	≤ 15%	≤ 20%	Product type, stability of assets and fund flows and investor base
Illiquid assets maturities	≤ 120 days	≤ 180 days	≤ 240 days	Product type, stability of assets and fund flows and investor base

Source: Fitch

Source : FitchRatings. Les références à un classement, prix ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs du fonds ou du gestionnaire.

L'ESTER OU EURO SHORT-TERM RATE

Initié en 1999, l'indice EONIA sera bientôt remplacé par un nouvel indice : L'ESTER, un taux au jour le jour qui commencera à être publié d'ici octobre 2019, tandis que L'EONIA cessera d'être utilisé comme taux de référence début 2020.

Pourquoi un nouveau taux ?

Le scandale de manipulation du LIBOR par certaines banques est le principal moteur de cette décision. Cette manipulation fût permise car le fixing du LIBOR se faisait sur base des déclarations d'emprunts des banques ce qui impliquait que les transactions déclarées pouvaient être différentes de celles réellement effectuées.

Grâce à la nouvelle méthodologie de calcul de l'ESTER, la menace d'une manipulation de cours se voit écartée et permet donc un retour de la confiance sur le marché.

Une nouvelle méthodologie de calcul

Le changement majeur est que ce taux ne sera plus produit par les banques de la zone euro mais par la BCE qui s'appuiera désormais sur les statistiques collectées du marché monétaire. Le calcul du taux sera basé entièrement sur les transactions individuelles en euro qui sont publiées par les banques, collectées en accord avec la régulation MMSR. L'ESTER sera publié tous les matins à 9 heures CET sur base des transactions de la veille et ne prendra en compte que les données reçues avant 7 heures CET. Si la BCE ne publie pas l'ESTER à 9 heures CET, le taux ESTER précédemment publié sera appliqué.

Le taux sera une moyenne ajustée et pondérée des volumes arrondie à la 3^{ème} décimale. Cette moyenne ajustée pondérée des volumes est calculée de la manière suivante :

1. Classement des transactions du taux le plus faible au plus élevé ;
2. Agrégation des transactions émises à chaque niveau de taux ;
3. Suppression du premier et dernier quartile en termes de volume ;
4. Calcul de la moyenne des 50% restants de la distribution des taux pondérée des volumes

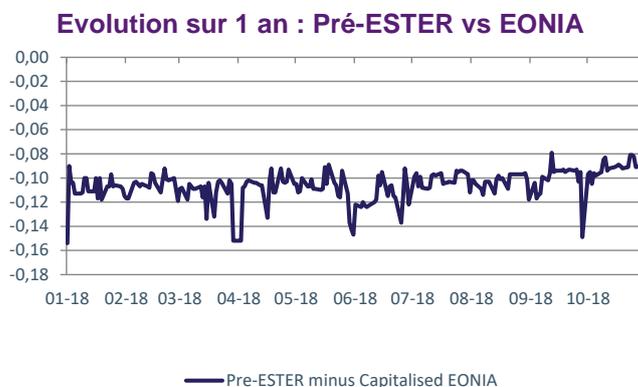
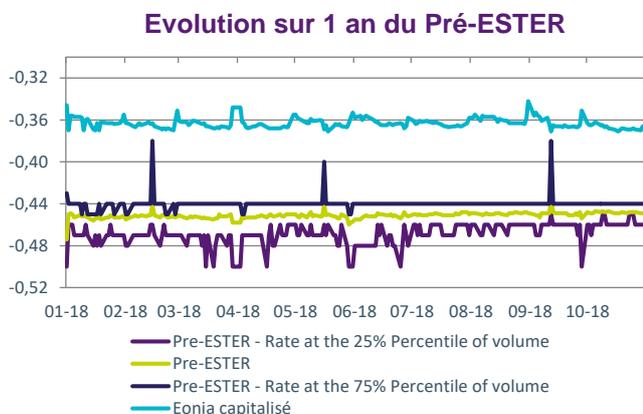
Bien que son lancement ne soit prévu qu'en octobre 2019, un taux pré-ESTER est déjà publié par les autorités européennes mais à titre informatif seulement. Le Pré-ESTER est basé sur les données finales et incluant les révisions en cas d'annulations, corrections et modifications tandis que l'ESTER sera publié tous les matins et ne prendra en compte que les données reçues avant 7 heures.

Quels impacts sur le marché ?

A la lecture du pré-ESTER, on peut constater que le taux se situe entre 9 et 10 pbs en deçà de l'EONIA. Cela pourrait porter à la baisse le rendement des instruments monétaires dans les semaines qui suivront le changement d'indice en octobre 2019.

Quelles suites ?

Un travail de même nature devrait conduire au remplacement de l'Euribor.



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données à fin octobre 2018. Les performances indiquées sont représentatives des performances passées et ne sont pas une garantie des résultats futurs.

MENTIONS LÉGALES

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

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF II 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.

Rédigé le 09/01/2019.

MENTIONS LEGALES



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.

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

Ostrum[®]
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS