

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

9 septembre 2019 /// n°29-2019

BCE : une stratégie incohérente ?

Points clés

- **BCE : tiering des réserves et baisse de taux**
- **Le QE sous le feu des critiques internes**
- **Baisse de l'aversion pour le risque : l'or, le VIX et le yen se replient**
- **Confirmation du rebond des actions, resserrement des émergents et des indices de CDS**

Les actifs risqués ont bénéficié de nouvelles favorables laissant entrevoir une prochaine reprise des négociations entre la Chine et les Etats-Unis.

Les actions sont en hausse de 2% en Europe et aux Etats-Unis. Les taux à long terme ont eu tendance à remonter vers -0,60% sur le Bund et 1,60% sur le T-note. Les courbes de taux se sont légèrement pentifiées.

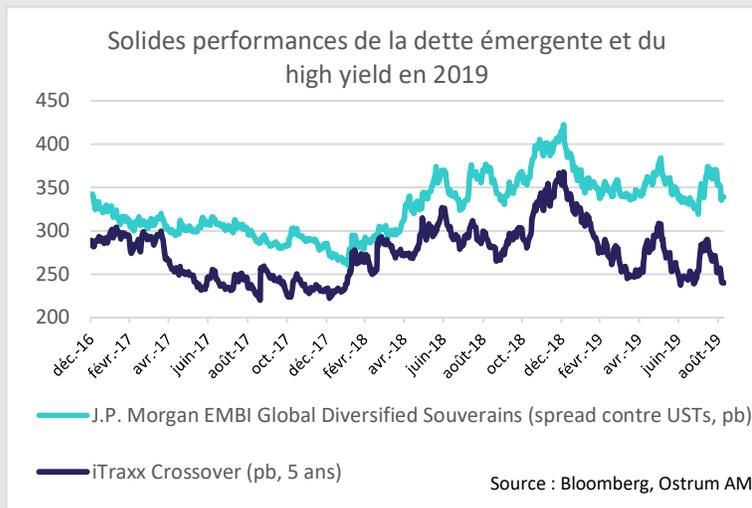
La dépréciation du yen (106,5 contre dollar), la diminution de la volatilité implicite et le repli de l'or

sont autant de témoignages d'une diminution de l'aversion pour le risque.

Les spreads de crédit s'élargissent en revanche d'environ 2pb. Le high yield européen retrace une partie du resserrement de fin août. Les indices de CDS partagent toutefois l'optimisme des marchés d'actions.

Le marché de la dette émergente résiste à la crise argentine, sans doute aidée par le léger repli du dollar. L'euro cote autour d'1,10\$.

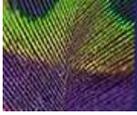
Le graphique de la semaine



La conjoncture mondiale ne plaide pas forcément pour une surperformance des actifs risqués, notamment la dette émergente et le high yield.

L'assouplissement monétaire initié par la PBoC et la Fed en début d'année a fait écho dans la plupart des régions du monde de sorte que les freins à la croissance n'ont pas entravé la recherche de rendement.

L'iTraxx XO (high yield européen) traite ainsi sur des niveaux serrés sous 240pb. La dette émergente en USD pourtant sujette aux crises turque et argentine s'est montrée résiliente. Les spreads cotent sous 340pb contre Treasuries.



Draghi dans la dernière ligne droite

La réunion de la BCE du 12 septembre est très attendue par les marchés financiers. Lors de son discours de Sintra en juin dernier, Mario Draghi avait clairement laissé entendre que la BCE allait réduire les taux et reprendre son programme d'achats d'actifs.

La BCE s'apprête à réduire son taux de dépôt de 10pb. L'engagement à maintenir les taux à leur niveau actuel ou plus bas pourrait être prolongé au-delà du premier semestre 2020, ouvrant la voie à d'autres réductions. La facilité de dépôt va évoluer afin d'exonérer une partie des réserves des taux négatifs. Un système de 'tiering' devrait atténuer la pression sur les marges d'intermédiation bancaire. Le taux de dépôt (actuellement fixé à -0,40%) ne s'appliquerait ainsi que sur une fraction des réserves. Le calibrage de cette mesure, qui pourrait prendre la forme d'un multiple du montant de réserves obligatoires, est rendu difficile par l'hétérogénéité du système bancaire de la zone euro.

La BCE fait cependant face à des risques opérationnels affectant les canaux de transmission de la politique monétaire. Si l'exonération porte sur un montant trop important, la demande de liquidité des banques augmentera. Les taux de repo (sur les emprunts des pays core) remonteront et les produits d'épargne bancaires concurrenceront de nouveau les fonds monétaires. Les taux interbancaires s'écarteraient du taux de dépôt, réduisant de fait l'influence de la BCE sur les taux de marché et le taux de change. La BCE a sans doute conscience de la nécessité de maintenir l'ancrage de l'Eonia au taux de dépôt (son taux directeur dans les conditions actuelles). Le montant de liquidité soumis au taux marginal restera très important.

QE et TLTRO : un risque d'incohérence des instruments ?

La question de la reprise du quantitative easing a suscité des réserves de la part de plusieurs membres de la BCE la semaine passée. Sous sa forme actuelle, le QE n'est qu'un instrument de répression financière inefficace pour redresser l'inflation ou faire face aux épisodes de stress financier (notamment la crise italienne). Un nouveau programme d'achats d'actifs ne semble pas justifié économiquement, d'autant que les TLTRO-III (7 opérations à partir de septembre 2019) financeront in fine des opérations similaires de portage sur les emprunts publics ou privés au bénéfice des banques participantes. De fait, le QE tend à aplatir les courbes et réduire les spreads alors que les banques ont besoin d'accroître leurs marges. L'extension du CSPP aux dettes bancaires senior assurerait en revanche une meilleure complémentarité entre ces deux instruments monétaires.

Toutefois, un nombre important de banques anticipent la mise en œuvre dès le 4T 2019 d'un QE mensuel de

30 à 40mds € pour une période de 9 à 12 mois. Le QE fait consensus et la BCE n'a probablement pas la liberté de décevoir le marché à ce stade. Une annonce dès cette semaine aurait aussi l'avantage d'assurer la transition avec la Présidence Lagarde.

L'aversion pour le risque diminuée

Sur les marchés financiers, la confirmation du rebond des actifs risqués trouve sa source dans l'annonce d'une reprise des négociations entre la Chine et les Etats-Unis en octobre et l'éventualité d'un report du Brexit à janvier 2021. L'or, le yen et la volatilité implicite réagissent à la baisse au regain d'optimisme des investisseurs. Les indicateurs américains ont aussi rythmé la semaine financière. Le secteur manufacturier se contracte selon l'ISM alors qu'une amélioration transparait dans l'enquête du secteur des services. Le taux de chômage est stable à 3,7% même si les créations d'emploi sont appelées à ralentir. La hausse soutenue des coûts unitaires (+2,5%a au 2T 2019) malgré l'accélération de la productivité restera ignorée par la Fed. La baisse des taux ne fait aucun doute pour les intervenants le 18 septembre.

Les bourses occidentales s'inscrivent en hausse de 2% environ sur cinq séances. Les banques européennes profitent d'une réduction attendue de l'impact des taux négatifs. Shanghai (détente à Hong-Kong) et Tokyo, grâce au yen plus faible, participent au rebond des indices s'adjudgeant près de 3%.

Sur les marchés de taux, les valorisations se sont dégonflées en partie à cause des développements favorables évoqués plus haut et des commentaires critique au sujet d'un nouveau QE. Les principales références à 10 ans remontent de plus de 10pb sur la semaine. Le T-note s'échange autour d'1,60% ce lundi. Le 30 ans allemand revient aussi vers 0%. Les taux à long terme sous-performent de sorte que les spreads 2-10 ans et 10-30 ans s'élargissent sur la semaine.

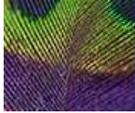
Le crédit IG en Europe marque le pas après une longue période favorable liée aux anticipations de politique monétaire et à la recherche désespérée de rendement parmi les investisseurs finaux. La reprise du marché primaire en septembre a sans doute pesé sur les valorisations. Les spreads moyens se situent autour de 110pb contre Bund. La plupart des émetteurs notés A n'offre plus de rendements positifs à l'échéance. Les flux entrants sur le high yield se maintiennent et le rebond des actions crée un environnement vertueux. L'iTraxx XO cote ainsi autour de 240pb, soit les niveaux les plus serrés de l'année 2019.

Du côté des marchés émergents, les spreads s'avèrent étonnamment stables malgré la crise argentine. Les flux finaux se redressent depuis quelques semaines. Les spreads (337pb contre Treasuries) ont ainsi effacé l'intégralité de l'élargissement du mois d'août.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.86 %	+7	+1	-25
EUR Bunds 10a	-0.59%	+12	-1	-83
EUR Bunds 2s10s	27 bp	+5	-1	-58
USD Treasuries 2a	1.58 %	+7	-7	-91
USD Treasuries 10a	1.63 %	+13	-12	-106
USD Treasuries 2s10s	5 bp	+5	-5	-15
GBP Gilt 10a	0.59 %	+18	+11	-69
JPY JGB 10a	-0.25 %	+2	-3	-25
EUR Spreads Souverains (10a)	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	31 bp	+0	0	-16
Italie	153 bp	-14	-85	-97
Es pagne	80 bp	-3	-3	-37
Inflation Points-m orts (10a)	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	75 bp	+9	-2	-
USD TIPS	157 bp	+3	-8	-14
GBP Gilt Indexés	342 bp	+6	+10	+24
EUR Indices Crédit	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	112 bp	+2	+4	-40
EUR Agences OAS	50 bp	+0	-1	-10
EUR Obligations sécurisées OAS	45 bp	-1	-1	-18
EUR High Yield Pan-européen OAS	353 bp	-2	-44	-160
EUR/USD Indices CDS 5a	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	48 bp	-1	-9	-41
iTraxx Crossover	240 bp	-12	-42	-114
CDX IG	52 bp	-3	-8	-36
CDX High Yield	326 bp	-15	-30	-125
Marchés émergents	9-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	339 bp	-14	-13	-76
Devises	9-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.105	+0.74	-1.44	-3.5
GBP/USD	\$1.235	+2.09	+2.21	-3.15
USD/JPY	¥107.18	-1.22	-1.73	+2.31
Matières Premières	9-sept.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.7	\$4.0	\$4.5	\$7.6
Or	\$1 500.9	-\$45.1	-\$4.9	\$219.4
Indices Actions	9-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 974	1.61	1.88	18.62
EuroStoxx 50	3 495	1.82	4.84	16.45
CAC 40	5 589	1.75	4.90	18.14
Nikkei 225	21 318	3.39	3.06	6.51
Shanghai Composite	3 025	3.44	9.01	21.29
VIX - Volatilité implicite	15.80	-16.75	-12.08	-37.84

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