

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 juin 2019 /// n°19-2019

BCE : la surenchère monétaire

Points clés

- **Draghi toujours plus accommodant en attendant le FOMC de juin**
- **Les actifs risqués en forte hausse**
- **Le Bund au plus bas, le 5 ans portugais en territoire négatif**
- **Le crédit devrait poursuivre son resserrement dans le sillage des souverains**

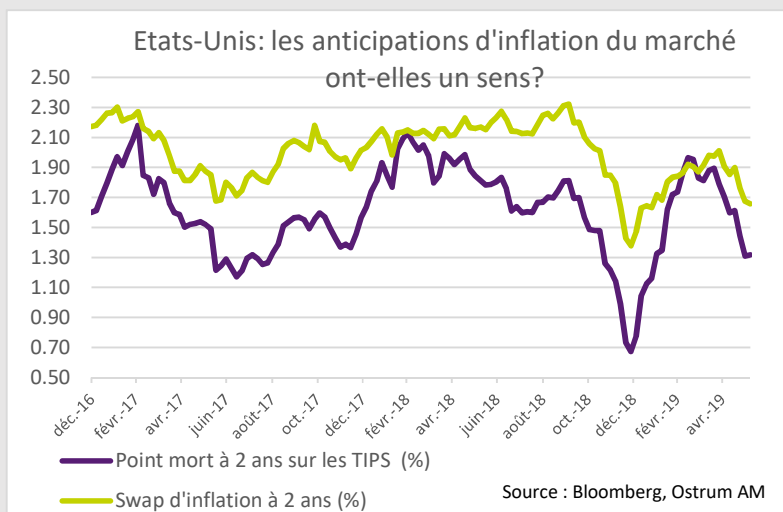
Les marchés d'actions ont fortement rebondi la semaine passée. Le marché américain intègre un prochain allègement monétaire aux Etats-Unis après la hausse modeste de l'emploi en mai. Le rendement du T-note a plongé sous 2,10% avant de se détendre quelque peu.

La BCE donne un signal accommodant déclenchant de nouveaux resserrements de spreads sur les emprunts souverains et le crédit. Le rendement du Bund marque de nouveaux points bas à -0,23%. L'Italie, sous pression de la Commission Européenne, déclare vouloir éviter le clash. Le spread à 10 ans traite sous 260pb. Les conditions

des TLTRO-III sont en effet plus favorables qu'anticipé.

Au Royaume-Uni, le Gilt surperforme. Boris Johnson menace de ne pas payer « la facture du Brexit » négociée par Theresa May. Les agences de notations jugent curieusement qu'il ne s'agirait pas d'un défaut de paiement. L'euro remonte néanmoins au-delà d'1,13\$ alors que l'attention des investisseurs se porte désormais sur le prochain FOMC. L'imposition de tarifs douaniers sur les produits mexicains a été évitée. Le peso mexicain efface ses pertes récentes. Les spreads sur la dette émergente se réduisent.

Le graphique de la semaine



James Bullard (Fed) considère que la chute des points morts justifie une baisse des taux. Le breakeven sur les TIPS à 2 ans s'échange à 1,30% et le swap d'inflation traite à 1,64%.

Or la plupart des économistes tablent sur une inflation proche de 2% à 2 ans. Notre modèle interne projette 2,05%.

Il est probable que la fuite vers la qualité réduise artificiellement les anticipations du marché. Si tel est le cas, les stratégies receveuses d'inflation réalisée produiront une prime de rendement.



Draghi soigne déjà sa sortie

La BCE s'est montrée plus accommodante que prévu la semaine passée. La politique monétaire actuelle reste inchangée mais le paramétrage des prochains TLTRO-III comprend un mécanisme incitatif très favorable aux banques de la zone euro. Ces prêts à 2 ans seront à taux variable. Au maximum, les banques payeront le taux refi augmenté de 10pb. Au minimum, le taux s'établira 10pb au-dessus du taux de dépôt. Les banques dont l'encours net des prêts est en croissance obtiendront le bonus si les nouveaux crédits nets des remboursements augmentent de 2,5% à l'horizon de mars 2021. Pour les institutions bancaires, italiennes et espagnoles notamment, dont les crédits nets se réduisent, le bonus est conditionné à une inflexion du même ordre de la tendance baissière. Il est donc probable que la plupart des entités empruntant auprès de la BCE bénéficieront du taux minimum égal au taux de dépôt plus 10pb. Il est à noter qu'une baisse du taux de dépôt n'est pas exclue selon les propos de Mario Draghi. En outre, un mécanisme de tiering des réserves bancaires permettrait de limiter l'impact d'une baisse des taux sur les marges. Le seul risque pour la BCE serait un manque d'intérêt des banques allemandes et françaises réduisant l'encours global des TLTRO (et son bilan) à partir de septembre poussant l'euro à la hausse. Cela dépendra évidemment de la réponse de la Fed.

Le FOMC du 19 juin 2019 constitue une échéance importante pour les marchés financiers. Les intervenants s'accordent sur une réduction des Fed Funds de 75pb à l'horizon d'un an. Beaucoup ont conclu que la petite phrase de Jerome Powell promettant une action « appropriée » préfigurait une baisse des taux. Il s'agirait d'une réaction à l'accès de faiblesse des marchés financiers en mai et à la guerre commerciale. L'emploi ralentit et la croissance du 2t19 sera sensiblement inférieure au 3% du premier trimestre. Cela étant, le potentiel de croissance estimé par la Fed est de 1,75%. Le ralentissement en cours est simplement conforme au retour au potentiel. Le risque est double pour Powell : apparaitre trop accommodant au mépris de son mandat et des risques d'instabilité financière ou provoquer une rechute des marchés en gardant le cap du statu quo annoncé en mars. L'indépendance de la Fed est relative d'autant que l'évolution annoncée du bilan prévoit une reprise des achats nets de Treasuries dès le mois d'octobre. Un scénario accommodant reste privilégié. Certes la crise mexicaine a trouvé une issue favorable mais l'escalade des tensions commerciales sino-américaines constitue un risque persistant de volatilité sur les marchés.

Au Royaume-Uni, Boris Johnson, pressenti pour succéder à Theresa May, annonce ne pas vouloir régler les engagements britanniques vis-à-vis de l'UE durant la période de transition. Le non-paiement de plus de 44mds € ne constituerait pas un défaut selon

les agences de notations. La France ne l'entend pas de cette oreille.

Les marchés suspendus à un allègement monétaire

Les anticipations de taux ont créé un stress sur les marchés du repo en particulier sur les titres les plus recherchés. Le 10 ans américain a plongé sous 2,10% en fin de semaine. Cette configuration pentifie la courbe des taux aux Etats-Unis. Le spread 5-30pb s'élargit ce qui témoigne du caractère directionnel du 5 ans et des risques à long terme. Les emprunts indexés dessinent une trajectoire improbable pour l'inflation. Les points morts à 2 ans s'échangent sous 1,3% alors que l'IPC sous-jacent oscille autour de 2%. Pour justifier ces niveaux, il faut par exemple projeter un choc négatif répété sur le pétrole.

En Europe, la posture de la BCE comprime tous les spreads souverains, y compris ceux de l'Italie pourtant visée par une procédure de déficit excessif depuis le 5 juin. Le gouvernement se dit prêt à éviter un clash avec l'Union Européenne mais exclut la hausse de la TVA promise à la Commission. La dérive du budget 2020 se chiffre déjà à 23mds €, soit 1,5pp de PIB. Néanmoins, les spreads se détendent. Quand le rendement portugais à 5 ans est en territoire négatif, la raréfaction des rendements obligataires positifs force les investisseurs à acheter les obligations italiennes ou grecques. Cependant, les spreads longs devraient refléter le risque posé par l'excès d'endettement italien.

Les actions ont ainsi fortement rebondi la semaine passée portée par l'espoir d'un geste de la Fed et le discours de Mario Draghi. C'est un paradoxe alors que les flux finaux semblent toujours largement vendeurs. Les révisions baissières sur les résultats anticipés valident en partie cette défiance envers ce rebond des cours artificiel. La dynamique sectorielle aux Etats-Unis favorise les secteurs à fort bêta dont les équipementiers de technologie pourtant soumis à la guerre commerciale (+6% sur la semaine). La distribution se redresse également. Des couvertures de positions vendeuses ont partiellement alimenté ce rebond des cours. La hausse de l'euro face au billet vert freine les indices européens.

Sur les marchés du crédit, le fort rétrécissement des spreads synthétiques préfigure un mouvement similaire sur les marchés d'obligations privés. L'iTraxx IG (61pb) a effacé les deux tiers de l'écartement du mois de mai (+15pb). Un changement de tendance s'observe déjà. Le spread moyen s'inscrit en baisse de 7pb sur une semaine. Les financières surperforment mais le resserrement s'avère homogène en termes sectoriels. Le high yield profite du retour de l'appétit pour le risque. Le renchérissement des dettes en catégorie spéculative se traduit par une diminution des spreads de 35pb sur l'univers pan-européen. Cela étant, les dernières données de flux indiquent une poursuite des sorties initiées mi-avril.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	-2	-5	-6
EUR Bunds 10a	-0.23%	-3	-19	-47
EUR Bunds 2s10s	44 bp	0	-13	-42
USD Treasuries 2a	1.94 %	+5	-33	-55
USD Treasuries 10a	2.16 %	+3	-31	-53
USD Treasuries 2s10s	22 bp	-3	+2	+2
GBP Gilt 10a	0.85 %	-5	-28	-43
JPY JGB 10a	-0.11 %	-1	-6	-11
EUR Spreads Souverains (10a)	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	35 bp	-5	-5	-12
Italie	254 bp	-18	-19	+4
Espagne	81 bp	-7	-22	-37
Inflation Points-morts (10a)	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	79 bp	-7	-21	#VALEUR!
USD TIPS	173 bp	-3	-15	+2
GBP Gilt Indexés	347 bp	+8	+16	+29
EUR Indices Crédit	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	122 bp	-7	+6	-30
EUR Agences OAS	53 bp	-2	-1	-7
EUR Obligations sécurisées OAS	48 bp	-2	-3	-15
EUR High Yield Pan-européen OAS	385 bp	-35	-17	-128
EUR/USD Indices CDS 5a	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	60 bp	-7	-7	-28
iTraxx Crossover	268 bp	-28	-21	-86
CDX IG	60 bp	-7	-5	-28
CDX High Yield	347 bp	-31	-10	-103
Marchés émergents	11-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	354 bp	-30	+2	-61
Devises	11-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.132	+0.64	+0.73	-1.18
GBP/USD	\$1.272	+0.26	-1.76	-0.2
USD/JPY	¥108.57	-0.31	+0.53	+1
Matières Premières	11-juin-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.4	\$0.4	-\$7.2	\$7.5
Or	\$1 326.2	\$2.7	\$25.8	\$44.6
Indices Actions	11-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 895	3.27	0.47	15.48
EuroStoxx 50	3 406	2.17	1.34	13.48
CAC 40	5 413	2.76	1.61	14.43
Nikkei 225	21 204	3.90	-0.66	5.94
Shanghai Composite	2 926	1.23	-0.46	17.32
VIX - Volatilité implicite	16.15	-4.83	0.69	-36.47

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