

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 juin 2019 /// n°20-2019

## BCE : l'assouplissement permanent

### Points clés

- Draghi ravive la recherche désespérée de rendement
- Powell signalera un biais accommodant
- Les emprunts indexés sous-valorisés
- Le crédit se resserre et les actions valident le tournant accommodant

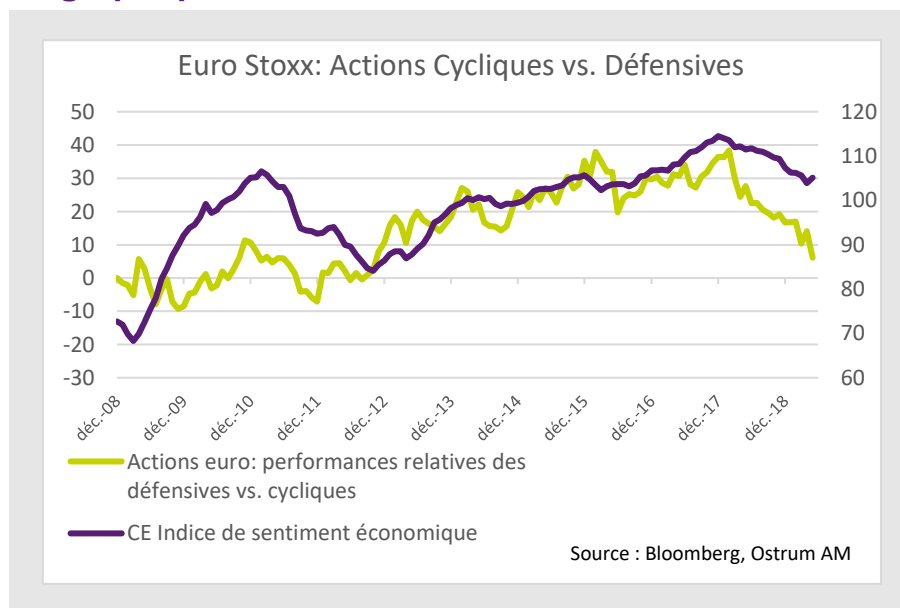
Les banques centrales rivalisent d'ingéniosité pour amener les taux toujours plus bas. Mario Draghi insistait encore à Sintra sur la nécessité d'assouplir la politique monétaire. Jerome Powell s'exprimera cette semaine. Un changement de ton est aussi probable aux Etats-Unis.

Les rendements obligataires marquent de nouveaux plus bas historiques. Le Bund allemand cote -0.32%. L'OAT offre un taux nul à 10 ans. Les points morts d'inflation atteignent des niveaux absurdes sur la partie courte en zone euro. Les spreads souverains convergent uniformément à la baisse depuis un mois

quels que soient les risques sous-jacents. Les marchés d'actions réagissent favorablement au discours de la BCE. La diminution des spreads de crédit synthétique ont permis un mouvement similaire sur les obligations privées en particulier sur le segment spéculatif.

Le sterling traduit les inquiétudes renouvelées d'un Brexit sans accord. La monnaie britannique s'enfonce sous 1,26\$. Le dollar australien est aussi faible en amont de probables nouvelles baisses de taux.

### Le graphique de la semaine



Malgré un environnement international tumultueux, les marchés européens sont en hausse de près de 12-14% depuis le début de l'année.

Ce rebond corrige certes la faiblesse du dernier trimestre de 2018 mais il est étonnant de constater que la surperformance des secteurs défensifs s'est poursuivie.

Parallèlement, les flux entrants sur les fonds exposés à la croissance restent soutenus au détriment des valeurs décotées.

## Powell et la 'guidance' du marché

La Réserve Fédérale se réunit cette semaine. L'anxiété entretenue par la guerre commerciale et la volonté affichée par la BCE de poursuivre « l'assouplissement » va sans doute pousser la Fed à annoncer une baisse des taux à court terme. La Fed est semble-t-il devenue une chambre d'enregistrement des anticipations de marché. Un allègement ne semble pas motivé par la situation intérieure. Le chômage se situe près d'un point sous son niveau de long terme. L'inflation est proche de la cible, même si le déflateur s'affiche à 1,5% sous l'effet de facteurs transitoires. La croissance va probablement osciller autour de 2% en termes annualisés entre avril et juin. Les ventes au détail préfigurent en effet un net redressement de la consommation de biens durables. La dernière baisse des cours pétroliers améliore encore le pouvoir d'achat des ménages. Certes, l'environnement international, y compris dans la région du Golfe, pèse sur le sentiment comme le montre le décrochage inattendu de l'enquête Empire State en juin.

Ainsi, la Fed va sans doute ajuster son communiqué en réitérant son engagement à « soutenir l'expansion en prenant des actions appropriées ». Une baisse des taux dès le mois de juin, quoique possible, est difficile à justifier au regard du mandat de la Fed mais le biais accommodant est réinstauré. Ce changement ne fera que confirmer l'inflexion annoncée par l'arrêt de la réduction du bilan en septembre.

La posture de la Fed sera sans doute influencée par le discours de Draghi. La possibilité d'un nouvel allègement monétaire est clairement évoquée. La baisse des taux est probablement la première option mais la reprise du programme d'achat d'actifs pourrait s'avérer nécessaire pour éviter une contraction du bilan de la BCE si la demande de TLTRO-III s'avérait inférieure aux attentes. La situation avant le FOMC du 19 juin rappelle 2016. L'extension de l'APP au crédit non-bancaire et la hausse de 20 mds € des interventions mensuelles avait incité Janet Yellen à reporter une grande partie du resserrement prévu. L'argument de la baisse des anticipations d'inflation permettra de justifier le revirement monétaire.

## Les indexés sont sous-valorisés

Les points morts d'inflation (TIPS 10 ans à 164pb) sont en effet à des niveaux incompréhensibles compte tenu de l'inertie de l'inflation sous-jacente. La baisse du pétrole réduit l'inflation courante mais est expansionniste à terme. En outre, la baisse récurrente des prix des biens reflète l'effet favorable de la mondialisation et non un manque de la demande agrégée. Cela étant, un regain d'intérêt pour les obligations indexées est visible dans les flux entrants sur les ETFs investis en TIPS. Si la Fed venait à surprendre à actant dès mercredi la baisse des taux, les TIPS en bénéficieraient largement. En général pour modifier les comportements, il est nécessaire d'aller

au-delà des anticipations. Ainsi, nous recommandons une position constructive sur les emprunts indexés, y compris en Europe d'ailleurs où les breakevens sont très négatifs à court terme.

## Maintenir un biais acheteur de Bund

Le positionnement en durée reste confondu à la stratégie jouant l'aplatissement de la courbe européenne. Le Bund s'échange à -0.32%, ce qui traduit des anticipations de reprise du QE et l'activité des gestions algorithmiques prolongeant la tendance. L'adjudication de Bund 30 ans mercredi pourrait néanmoins servir de force de rappel. Très peu d'investisseurs finaux ont intérêt à acheter des rendements de 0,30% à 30 ans. Aux États-Unis, l'ajustement majeur pourrait s'opérer sur le 2 ans voire le 5 ans alors que la dynamique de pentification se poursuivrait.

Parallèlement la recherche de rendement comprime tous les spreads souverains. Le 10 ans français offre un taux nul, comme le 6 ans espagnol ou le 5 ans portugais. La situation italienne, et la perspective d'une procédure pour déficit excessif, ne décourage aucunement la demande de BTPs. Le spread à 10 ans est tombé à 240pb. Le budget 2020 n'est pourtant pas bouclé mais les flux sont canalisés vers la seule dette souveraine liquide offrant encore un rendement positif sur les maturités intermédiaires. Les maturités à deux ans sont relativement protégées par le renouvellement des TLTRO-III. Au-delà, les questions entourant la solvabilité de l'état maintiendront des spreads plus élevés.

## Recherche effrénée de rendement

Les actions sont portées par les perspectives monétaires malgré la dégradation du sentiment économique. La surperformance des défensives et des valeurs de croissance se poursuit, ce qui peut signifier un excès de positionnement sur ces deux thèmes. La surperformance des défensives semble à l'inverse de la hausse des indices. L'absence de volatilité traduit aussi cet équilibre précaire malgré une balance des flux finaux toujours défavorable. Le rendement des dividendes reste pourtant un argument de poids en faveur des actions face à la disparition du rendement sur la dette. Le crédit avait été inclus au QE lorsque les investisseurs non-résidents s'étaient mis à vendre. Il n'est pas improbable à terme que la Banque Centrale intervienne sur les actions à l'instar de la BoJ, de la HKMA dans le passé ou des Banques Centrales agissant comme des fonds souverains telles la SNB.

En zone euro, les marchés du crédit sont soutenus par les flux finaux et le resserrement passé des indices synthétiques plus réactifs. Le spread investment grade se situe à 121pb contre Bund. Le high yield voit sa prime diminuer de 12pb sur une semaine à 373pb.

Enfin, sur le marché des changes, la possibilité d'un Brexit sans accord attise la méfiance envers le sterling.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.76 %	-9	-11	-15
EUR Bunds 10a	-0.32%	-9	-22	-56
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>44 bp</b>	<b>+0</b>	<b>-10</b>	<b>-41</b>
USD Treasuries 2a	1.85 %	-8	-35	-64
USD Treasuries 10a	2.05 %	-9	-34	-63
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>20 bp</b>	<b>-1</b>	<b>+1</b>	<b>+1</b>
GBP Gilt 10a	0.81 %	-5	-23	-47
JPY JGB 10a	-0.12 %	-2	-7	-13
EUR Spreads Souverains (10a)	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	33 bp	-2	-6	-14
Italie	243 bp	-20	-34	-7
Espagne	71 bp	-10	-27	-46
Inflation Points-morts (10a)	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	74 bp	-5	-19	#VALEUR!
USD TIPS	165 bp	-7	-18	-7
GBP Gilt Indexés	338 bp	-9	+8	+20
EUR Indices Crédit	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	121 bp	-1	+2	-31
EUR Agences OAS	52 bp	-1	-3	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	48 bp	-1	-3	-15
EUR High Yield Pan-européen OAS	373 bp	-12	-24	-140
EUR/USD Indices CDS 5a	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	57 bp	-4	-9	-31
iTraxx Crossover	263 bp	-6	-20	-91
CDX IG	59 bp	-2	-6	-29
CDX High Yield	344 bp	-8	-12	-106
Marchés émergents	18-juin-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	361 bp	+7	+1	-54
Devises	18-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.119	-1.24	+0.19	-2.3
GBP/USD	\$1.255	-1.44	-1.4	-1.58
USD/JPY	¥108.46	0	+1.39	+1.11
Matières Premières	18-juin-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$62.5	\$0.2	-\$8.8	\$7.6
Or	\$1 344.7	\$16.2	\$68.5	\$63.1
Indices Actions	18-juin-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 924	1.34	2.27	16.66
EuroStoxx 50	3 458	1.67	0.94	15.21
CAC 40	5 516	1.99	1.43	16.60
Nikkei 225	20 973	-1.09	-1.31	4.79
Shanghai Composite	2 890	-1.22	0.27	15.89
VIX - Volatilité implicite	15.12	-5.44	-5.26	-40.52

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