

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

22 juillet 2019 /// n°25-2019

BCE : les colombes reprennent leur envol

Points clés

- **Sintra a fait naître des anticipations d'assouplissement monétaire important**
- **Reprise de la tendance à la baisse des rendements**
- **Ecartement marqué du high yield**
- **Prises de profit sur les actions**

Les marchés financiers patientent avant les prochaines réunions de la BCE (25 juillet) et de la Fed (31 juillet). L'ampleur de l'allègement à venir fait débat. La tendance baissière sur les taux d'intérêt a repris sur fond de prises de profits sur les marchés d'actions. Le S&P revient sous les 3000 points en baisse d'1,2% sur cinq séances. La saison des résultats démarre en effet timidement. La volatilité reste réduite. Le Bund s'échange sous -0,30%. Aux Etats-Unis, le T-note cote autour de 2%.

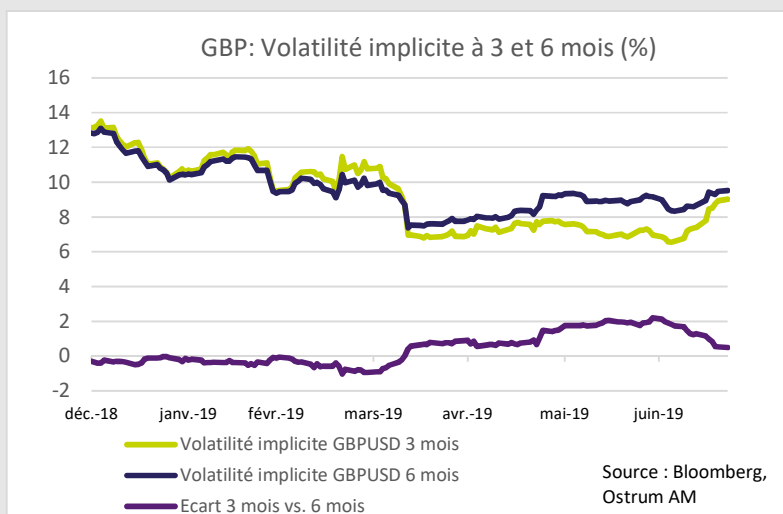
Le crédit en euros attire une demande institutionnelle élevée. Les swap spreads diminuent dans le sillage

du rally souverain précédent. Le risque politique revient sur le devant de la scène en Italie. La sous-performance du BTP reste toutefois minime. Le high yield se déprécie. Le spread de la classe d'actifs s'élargit encore de 25pb à 372pb contre Bund. L'iTraxx XO est plus stable autour de 250pb.

Les conservateurs britanniques désigneront cette semaine le nouveau Premier Ministre. Boris Johnson tient la corde malgré l'opposition du Parlement. La livre s'est stabilisée sous 1,25\$.

Les spreads émergents sont stables autour de 335pb contre Treasuries.

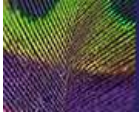
Le graphique de la semaine



Au Royaume-Uni, les militants conservateurs désigneront, mardi 23 juillet, le successeur de Theresa May. Boris Johnson, partisan d'un Brexit dur, est favori face à Jeremy Hunt.

La motion votée par le Parlement excluant un Brexit dur et la démission de Philip Hammond préfigurent des lendemains difficiles.

Sur les marchés financiers, la complaisance du début d'année va laisser place à un niveau de risque plus élevé. Les volatilités implicites sur le sterling devraient augmenter.



Draghi réitérera le message de Sintra, action en Septembre

La BCE se réunit cette semaine. Après le discours de Mario Draghi à Sintra en juin dernier, les anticipations d'un nouvel assouplissement monétaire se sont renforcées. La réunion du 25 juillet sera sans doute l'occasion d'affiner cette communication préfigurant une probable reprise des achats d'actifs et une ou plusieurs baisses de taux.

La remontée probable de l'inflation de 1,3% actuellement à 1,5% en fin d'année restera insuffisante pour empêcher ce tournant accommodant. La définition de la stabilité des prix retenue par la BCE est d'ailleurs en débat au sein du Conseil. Il n'est pas impossible que le ciblage de l'inflation devienne symétrique autour de 2% à l'instar de l'objectif de la Fed. De cette manière, la BCE sera toujours en mesure de justifier l'assouplissement au regard de la période prolongée d'inflation réduite. L'urgence est d'assurer la solvabilité des états, dont la trajectoire budgétaire met en péril l'union monétaire. La politique expansionniste n'est pourtant pas sans risque. Inefficace pour redresser les prix, elle entretient aussi la faiblesse de la croissance potentielle en retardant les faillites et la réallocation des ressources productives dans l'économie. Nous pensons que la BCE abaissera le taux de dépôt en septembre et se tiendra prête à relancer le QE au quatrième trimestre en y incluant, si besoin, la dette bancaire senior. Les prochaines étapes dépendront crucialement du succès des TLTRO-III auprès des banques. Si les conditions moins favorables de ces nouveaux prêts réduisent la demande (et donc la taille du bilan de la BCE), l'euro aura tendance à s'apprécier. La BCE aura donc tout intérêt à réduire ses taux, d'autant que les TLTRO-III sont indexés sur le taux de dépôt (-0,40% actuellement). L'exonération du taux négatif d'une partie des réserves bancaires permettra à la BCE d'agir davantage. De fait, le marché estime à 10% la probabilité d'une baisse jusqu'à -0,80% à l'horizon de mars 2020.

Souvenons-nous de mars 2015

Sur les marchés financiers, le rendement du Bund replonge sous -0,30%. Le spread 2-10a se situe à 43pb comme au démarrage du PSPP en mars 2015. Cette similitude traduit sans doute des anticipations de reprise imminente du programme d'achats d'actifs. Le positionnement acheteur fait consensus. Or, le consensus haussier constitue un risque asymétrique de déblocement de positions si, par exemple, le Conseil ne s'accorde pas sur une modification technique des contraintes du programme (détention par ISIN, limite de 33% de la dette). La porte de sortie pourrait s'avérer plus étroite qu'anticipé. En outre, l'importance relative de la baisse des taux et du QE sera déterminante pour les swap spreads. Une baisse du taux de dépôt favoriserait les swaps, davantage de QE élargirait les swap spreads. Le biais au resserrement des swap spreads est maintenu. Le rally

des spreads a réduit les opportunités sur les emprunts souverains. L'Espagne (malgré les difficultés à former un gouvernement) et le Portugal conservent un potentiel de surperformance. L'hypothèse d'élections anticipées en Italie a engendré un nouvel accès de volatilité. Le BTP 10 ans s'échange juste sous le seuil de 200pb.

Les investisseurs finaux continuent d'accumuler des positions en crédit de bonne qualité. Les flux entrant dans les fonds ralentissent néanmoins. Les spreads IG en euros se situent à 104pb contre Bund. Sur le high yield, les flux acheteurs restent majoritaires mais les valorisations actuelles posent question. Les spreads (372pb contre Bund) se dégradent de 25pb sur la semaine écoulée. Nombre de titres BB affichent des rendements négatifs, ce qui n'a évidemment aucun sens financier. D'autres éléments techniques sont à prendre en considération. Aux Etats-Unis, une part significative des emprunts high yield américains cote au-dessus des prix de calls, ce qui pose un risque significatif d'extension de durée (risque de convexité négative). Une sous-performance marquée du high yield américain entraînerait sans doute un mouvement de défiance envers le marché spéculatif européen. Cela étant, les indices synthétiques ont peu bougé.

Les marchés d'actions ont retracé une partie de leurs performances récentes sans volatilité excessive toutefois. L'Euro Stoxx 50 se situe sous 3500. L'absence de flux finaux reste préoccupante tant en Europe qu'aux Etats-Unis d'ailleurs. Les marchés européens restent plombés par le secteur bancaire et les secteurs liés aux matières premières. La seule « bonne » nouvelle pour les banques européennes est que leur sous-performance ne va pas au-delà des révisions des perspectives bénéficiaires. Le secteur du transport respire après la rechute des prix du brut.

La chute du pétrole nous rappelle que l'excès d'offre se reconstitue progressivement malgré la prolongation des réductions de production de l'OPEP+. Cela étant, les emprunts indexés résistent, ce qui témoigne peut-être d'un regain d'intérêt pour la classe d'actifs.

Etats-Unis : les valorisations boursières à l'épreuve des bénéfices médiocres

Aux Etats-Unis, la saison des résultats s'est ouverte sur une note mitigée. Les valorisations élevées ne s'accommoderaient pas de déceptions sur les résultats même si la perspective d'un geste de la Fed limite le potentiel d'ajustement du marché dans son ensemble. Par ailleurs, il n'existe pas d'excès de positionnement des investisseurs sur les actions. La croissance des résultats publiés atteint à peine 2% sur le 2t19 et les prévisions sont baissières sur le trimestre en cours. Sur le premier tiers des publications, les financières affichent des résultats trimestriels en hausse de 3-4%. En revanche, les premières publications dans les secteurs liés aux matières premières sont très mal orientées.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.77 %	-4	-4	-16
EUR Bunds 10a	-0.35%	-10	-6	-59
EUR Bunds 2s10s	43 bp	-6	-3	-43
USD Treasuries 2a	1.8 %	-2	+4	-68
USD Treasuries 10a	2.03 %	-6	-2	-66
USD Treasuries 2s10s	23 bp	-3	-6	+3
GBP Gilt 10a	0.71 %	-9	-14	-57
JPY JGB 10a	-0.14 %	-2	+2	-14
EUR Spreads Souverains (10a)	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	26 bp	+0	-7	-20
Italie	200 bp	+10	-44	-50
Espagne	74 bp	-2	+1	-44
Inflation Points-morts (10a)	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	90 bp	+2	+7	-
USD TIPS	179 bp	+0	+5	+7
GBP Gilt Indexés	332 bp	+6	-2	+15
EUR Indices Crédit	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	104 bp	-1	-12	-48
EUR Agences OAS	46 bp	-1	-5	-14
EUR Obligations sécurisées OAS	44 bp	-1	-4	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	372 bp	+25	+19	-141
EUR/USD Indices CDS 5a	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	48 bp	0	-6	-40
iTraxx Crossover	250 bp	+7	-7	-104
CDX IG	53 bp	0	-2	-35
CDX High Yield	332 bp	+7	+8	-118
Marchés émergents	22-juil.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	335 bp	+0	-19	-80
Devises	22-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.122	-0.36	-1.49	-2.03
GBP/USD	\$1.248	-0.26	-2.03	-2.09
USD/JPY	¥107.88	-0.01	-0.5	+1.65
Matières Premières	22-juil.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$63.3	-\$3.1	-\$1.1	\$8.4
Or	\$1 426.7	\$13.6	\$11.6	\$145.1
Indices Actions	22-juil.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 984	-1.02	1.13	19.02
EuroStoxx 50	3 490	-0.35	0.66	16.28
CAC 40	5 567	-0.20	0.70	17.68
Nikkei 225	21 417	-1.24	0.74	7.00
Shanghai Composite	2 887	-1.88	-3.83	15.76
VIX - Volatilité implicite	14.00	10.41	-9.09	-44.93

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