

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

16 septembre 2019 /// n°30-2019

La BCE au bord de la crise de nerfs

Points clés

- **La reprise du QE suscite de fortes réactions parmi les banquiers centraux**
- **Les valeurs bancaires saluent la mise en place du tiering**
- **Les taux allemands et américains remontent**
- **Les actions proches des sommets de 2019**

La décision de la BCE a validé la hausse des actions au cours des dernières semaines. Les indices européens et américains se rapprochent des sommets de 2019. Les valeurs bancaires européennes profitent du tiering des réserves. La rechute du yen permet un fort rebond du Nikkei dans des volumes étoffés avant un weekend prolongé au Japon. La brutale hausse du pétrole liée à l'attaque contre Aramco engendre toutefois des prises de profits en début de semaine.

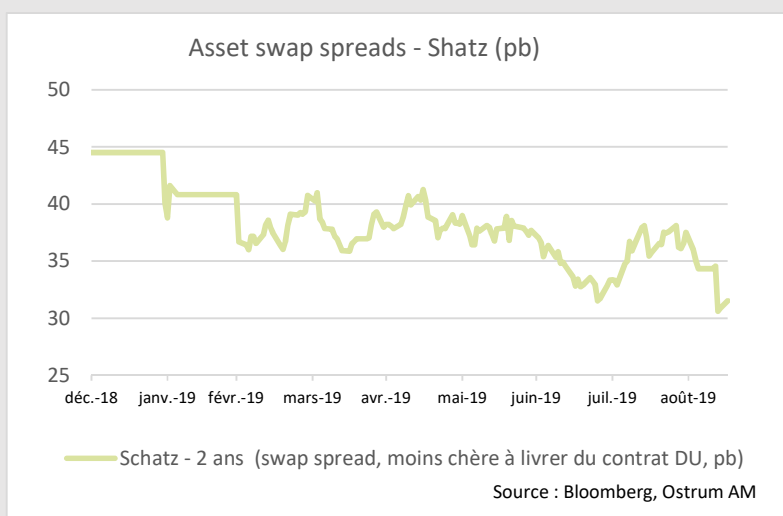
Les taux obligataires remontent fortement aux Etats-Unis où l'inflation sous-jacente accélère. Le 10 ans (1,84%) s'est échangé à 1,90% au plus haut de la

semaine. Le Gilt participe au mouvement malgré la cacophonie politique.

En Europe, plusieurs banquiers centraux ont émis des critiques virulentes au sujet de la relance du QE. Cela peut expliquer en partie la remontée du Bund au-dessus de -0,50%. Les spreads souverains et de crédit se sont réduits. Le high yield se resserre de plus de 20pb sur la semaine.

Le dollar termine la semaine en ordre dispersé. L'euro s'approche d'1,11\$ alors que le yen cote autour de 108. L'or est stable au-dessus de 1500 \$ l'once.

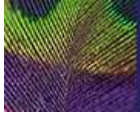
Le graphique de la semaine



Le tiering des réserves va générer des arbitrages de liquidité. Un taux nul s'applique sur un multiple de 6 fois les réserves réglementaires. Le taux de dépôt (-0,50%) prévaut au-delà.

La détention de liquidités étant dorénavant moins pénalisée, les taux de repo devraient remonter. C'est l'une des raisons de la sous-performance du Schatz face au swap (indexé sur l'interbancaire). L'épargne bancaire (compte à terme) sera aussi favorisée au détriment des fonds monétaires.

La BCE ajustera le multiple afin de maintenir l'ancrage des taux court au taux de dépôt.



La fin de l'ère Draghi

L'assouplissement monétaire décidé jeudi dernier sonne comme la fin d'une ère au sein de la BCE. Mario Draghi a réduit les taux, annoncé la mise en place d'un système d'exonération des réserves et relancé le programme d'achats d'actifs. Cela étant, cette décision du conseil a rarement suscité autant de commentaires hostiles de la part des banquiers centraux. Klaas Knot, Jens Weidmann ou, de façon plus surprenante, Benoit Cœuré jugent l'assouplissement quantitatif injustifié à ce stade. Le communiqué officiel de Klaas Knot affichant son opposition à la reprise du QE est sans précédent. La première mission de Christine Lagarde sera sans doute de rétablir un consensus au sein du Conseil.

Le tiering des réserves était attendu. Les banques pourront placer à la BCE l'équivalent 6 fois le montant des réserves obligatoires à taux zéro. Le surplus sera soumis au taux de -0,50%. Compte tenu d'un excédent de liquidités de 1800mds €, la politique menée jusqu'à présent représentait une ponction de 7,2mds € par an sur le système bancaire. Cette mesure contribue à améliorer les marges bancaires mais son effet est incertain sur les taux courts. La détention de liquidité étant moins coûteuse, la demande de liquidité de certaines banques pourrait faire remonter les taux sur le marché du repo réduisant parallèlement les swap spreads. Les fonds monétaires pourraient aussi subir une concurrence plus rude des produits d'épargne bilancielle. La BCE navigue à vue et ajustera le multiple si les taux du marché monétaire s'écartent du son principal taux directeur, le taux de dépôt. La communication avancée sur les taux a évolué. La politique de taux d'intérêt est expressément liée au retour de l'inflation totale et sous-jacente vers l'objectif de 2%. Or l'inflation hors éléments volatiles n'a pas atteint 2% depuis 2002. Le programme d'achat d'actifs prévoit 20mds € d'achats par mois à compter du 1^{er} novembre et ce, jusqu'à une hausse des taux de la BCE. L'absence de date butoir et de relèvement des limites de détention des souches laisse néanmoins planer un doute sur la pérennité d'un programme, qui cristallise les critiques de plusieurs membres de la BCE.

Le marché digère l'assouplissement avant la Fed

La remontée du Bund au-dessus de -0,50% est la conjonction de débouchements de positions et de l'ajustement de l'équilibre sur le marché du repo. Les spreads souverains ont diminué de façon proportionnelle, avec une surperformance marquée de l'Italie (132pb à 10 ans). Le crédit bénéficie de l'embellie des actifs risqués avec une surperformance des émetteurs notés en catégorie spéculative. Les spreads sur les obligations d'entreprise diminuent de 3pb contre Bund à 108pb. Le high yield se resserre de 22pb à 340pb. Le tiering des réserves suscite des

achats de dettes bancaires. Sur le marché des actions, les valeurs du secteur ont logiquement terminé la semaine en nette hausse progressant de 3,3%, soit deux points de mieux que le marché. Certaines cycliques décotées voient dans la détente sino-américaine les raisons d'un rebond. L'espoir est permis mais Donald Trump doit encore rendre sa décision sur l'automobile européenne alors que le luxe est désormais une cible. Le marché des actions en Europe a retrouvé ses sommets et les opérateurs semblent à la recherche de nouvelles thématiques. Le retour sur les valeurs bancaires et les cycliques décotées font écho aux prises de profits sur les valeurs défensives de croissance, favorisées jusqu'ici par la dégradation des indicateurs conjoncturels.

Fed : nouvelle baisse obligée

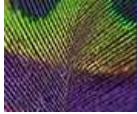
La Fed va procéder à une nouvelle baisse des taux de 25pb cette semaine prétextant la nécessité de se prémunir des risques extérieurs. Les tensions au Moyen-Orient s'ajoutent à l'incertitude du Brexit et à la crise Hongkongaise pour justifier une assurance supplémentaire. La réalité est que la Fed n'a aucune autonomie vis-à-vis des marchés financiers. Jerome Powell, sous une pression considérable de Donald Trump, n'assumera pas de provoquer une correction des marchés pour se conformer au mandat d'inflation et de chômage. La poussée de l'inflation sous-jacente (2,4%a en août) et la hausse préoccupante du crédit à la consommation seront largement ignorées. L'urgence est ailleurs. La demande de Treasuries (étrangère notamment) faiblit depuis plusieurs mois de sorte que les primary dealers (SVT) détiennent des stocks d'obligations importants (sur les maturités courtes en particulier). La reprise des achats nets de Treasuries répond ainsi aux inquiétudes des investisseurs quant à la dérive des finances publiques. Le déficit fédéral américain atteindra en effet 1000mds \$ cette année. Ainsi, malgré l'opposition probable d'Esther George et d'Eric Rosengren, la Fed réduira les taux. Les divergences de vue s'exprimeront néanmoins au travers des projections individuelles.

La correction sur le marché obligataire américain traduit sans doute des réallocations d'actifs, les craintes quant à l'évolution du déficit fédéral et la hausse de l'inflation. La hausse du brut après l'attaque subie par Aramco, même si elle entraîne un surcroît d'inflation, atténue le mouvement de hausse des taux. Les seuils techniques se situent à 1,86% pour une poursuite de la hausse vers 2,01% ou 1,76% pour envisager un retour sur des niveaux bas. Les points morts issus des TIPS ont augmenté de 10pb environ, soit la moitié du mouvement des taux nominaux. Le marché du crédit a peu réagi au mouvement de taux. La dette émergente traverse la volatilité des taux sans encombre. Le spread émergent se situe à 6pb de ses plus bas de l'année à 326pb. La bourse américaine évolue proche de ses sommets malgré la diminution des résultats attendue au 3T 2019.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.73 %	+13	+19	-12
EUR Bunds 10a	-0.48%	+11	+21	-72
EUR Bunds 2s10s	25 bp	-3	+2	-61
USD Treasuries 2a	1.76 %	+17	+29	-73
USD Treasuries 10a	1.84 %	+19	+28	-85
USD Treasuries 2s10s	7 bp	+2	0	-12
GBP Gilt 10a	0.69 %	+10	+23	-58
JPY JGB 10a	-0.15 %	+10	+8	-16
EUR Spreads Souverains (10a)	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
France	28 bp	-2	+1	-19
Italie	132 bp	-21	-76	-118
Es pagne	74 bp	-7	-3	-44
Inflation Points-m orts (10a)	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR OATi	80 bp	+5	+4	-
USD TIPS	168 bp	+10	+13	-3
GBP Gilt Indexés	341 bp	-1	+0	+23
EUR Indices Crédit	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
EUR Credit IG OAS	108 bp	-3	-1	-44
EUR Agences OAS	48 bp	-2	-3	-12
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	-2	-3	-20
EUR High Yield Pan-européen OAS	340 bp	-22	-65	-173
EUR/USD Indices CDS 5a	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
iTraxx IG	47 bp	-1	-7	-42
iTraxx Crossover	243 bp	+4	-37	-110
CDX IG	51 bp	-1	-8	-37
CDX High Yield	316 bp	-12	-43	-135
Marchés émergents	16-sept.-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2019 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	327 bp	-12	-34	-88
Devises	16-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
EUR/USD	\$1.100	-0.38	-0.86	-3.96
GBP/USD	\$1.242	+0.62	+2.34	-2.55
USD/JPY	¥108.03	-0.53	-1.38	+1.51
Matières Premières	16-sept.-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2019 (\$)
Brent	\$69.2	\$6.6	\$11.0	\$14.1
Or	\$1 503.3	\$12.0	\$1.4	\$221.7
Indices Actions	16-sept.-19	-1sem (%)	-1m(%)	2019 (%)
S&P 500	2 997	0.61	3.73	19.54
EuroStoxx 50	3 518	0.67	5.69	17.23
CAC 40	5 602	0.24	5.69	18.42
Nikkei 225	21 988	3.72	7.69	9.86
Shanghai Composite	3 031	1.04	7.33	21.53
VIX - Volatilité implicite	14.77	-3.27	-20.03	-41.90

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