

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 mars 2019 /// n°8-2019

La BCE ou l'assouplissement permanent

Points clés

- Draghi réduit ses prévisions, prolonge sa politique accommodante
- Le Bund plonge sous 0,10%, l'euro suit le mouvement
- Zone euro : surperformance des emprunts d'états face au crédit
- Les actions américaines perdent 2% sur une semaine, l'emploi déçoit en février
- Brexit : vers un report de la date de sortie du RU ?

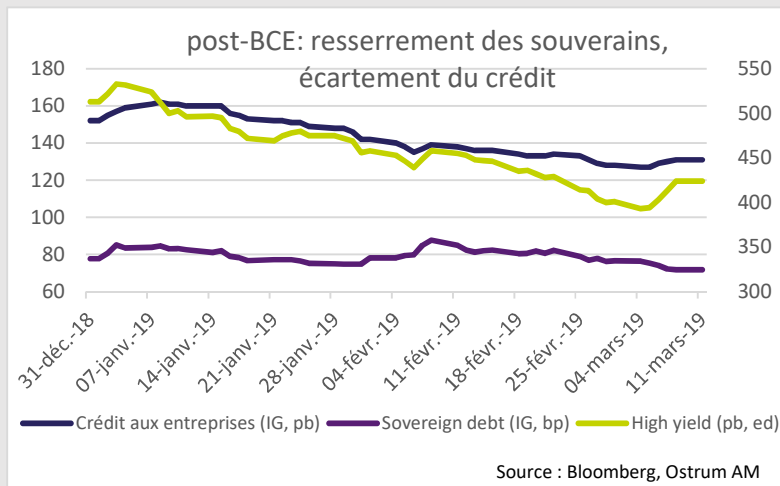
La BCE a révisé en baisse ses prévisions et assoupli sa politique monétaire. Les emprunts d'états de la zone euro ont bien accueilli ces annonces, de sorte que le Bund cote désormais sous 0,10%. Les spreads souverains ont diminué. Le BTP italien revient sous le seuil de 250pb contre Bund. L'effet sur le crédit est plus mitigé en particulier sur les financières. Le high yield s'élargit sensiblement (+23pb) et les actions européennes chutent d'1% sur une semaine malgré le soutien de l'euro faible.

Aux Etats-Unis, le chiffre d'emploi décevant en février amplifie le repli sur l'actif sans risque. Le 10 ans américain s'échange autour de 2,65% avant la

réunion du FOMC prévue la semaine prochaine. Les actions connaissent ainsi une première correction de 2% cette année. Le S&P reste cependant bien orienté cette année (+9%). Le dollar se renforce au détriment de certains actifs dont la dette émergente en USD. Le retracement haussier du spread émergent traduit sans doute des prises de profits ainsi que de nouvelles menaces protectionnistes américaines.

Une nouvelle semaine de votes sur le Brexit s'ouvre au Royaume-Uni avec sans doute une issue similaire. L'incertitude profite au Gilt qui passe sous 1,20%.

Le graphique de la semaine



L'assouplissement monétaire annoncé, le 7 mars dernier, par la BCE a eu un effet différencié selon les classes d'actifs.

Après la décision de la BCE, les dettes souveraines (-4pb) ont surperformé au détriment du crédit investment grade (+2pb) et plus encore des actions ou du high yield (+19pb).

En outre, les dettes financières se sont davantage élargies que le marché du crédit IG dans son ensemble. Aussi, les financières subordonnées (junior et Tier 1) perdaient 1% la semaine passée.



Draghi rouvre les vannes

La BCE a pris acte du ralentissement en zone euro visible depuis l'automne dans la plupart des enquêtes de conjoncture. Le retour au potentiel après une année 2017 exceptionnelle s'est accéléré en fin d'année 2018 sous l'effet des mesures protectionnistes limitant le commerce mondial et les incertitudes politiques. La baisse du pétrole (modeste en euros) n'est pas suffisante pour compenser cette dynamique baissière. L'inflation devra avoisiner 1,2% en 2019 selon l'institut d'émission avant un retour tardif vers l'objectif d'inflation. Ainsi, la BCE a révisé de 1,7% à 1,1% sa projection de croissance cette année. La reprise prévue pour l'an prochain (1,6%) est douteuse car la politique budgétaire reste inactive dans la plupart des pays. Certes, les dépenses publiques allemandes ont évité la récession technique outre-Rhin mais il ne s'agit pas d'une politique coordonnée visant à redresser durablement l'activité. La réduction de la dette reste la priorité en Allemagne. Ce sont les mauvais élèves de la zone euro (France, Italie) qui font le pari de la relance au risque d'être inefficace face aux contraintes d'offre qui pèsent sur leurs appareils productifs. Le manque de coordination budgétaire reste un obstacle majeur à une dynamique plus soutenue dans l'union économique et monétaire. Sur le plan monétaire, la BCE a repoussé toute hausse des taux à l'an prochain, voire au-delà. Une nouvelle série de TLTRO sera lancée dès septembre 2019. La BCE est contrainte de prolonger ces opérations, la plupart des banques périphériques étant dans l'impossibilité de se financer sur le marché à des conditions acceptables. La maturité des TLTRO-III sera réduite à 2 ans contre 4 ans auparavant. Le montant alloué restera limité à 30% de l'encours de prêts au bilan de la banque participante. Cela crée peut-être une source de fragilité dans les pays où le crédit bancaire a continué de se contracter malgré les politiques précédentes. Certaines banques italiennes ou espagnols pourraient ne pas pouvoir rouler la totalité de leurs emprunts existants auprès de la BCE.

Le FOMC devra expliciter sa politique bilancielle

L'activité aux Etats-Unis reste plus porteuse que dans le reste du monde. Certes, les ventes au détail décevantes en décembre-janvier et les créations d'emplois sans relief en février (+20k) ont fait (sur-)réagir les marchés mais la croissance demeure supérieure au potentiel estimé à 1,7% alors que le plein emploi est atteint. Toutefois, la Fed ne reviendra pas sur le biais accommodant entrevu en janvier. La priorité est désormais de communiquer sur l'arrêt de la politique de réduction du bilan vers la fin de l'année. Le changement de ton de la Fed a largement contribué au redressement des marchés boursiers. Jerome Powell ne prendra pas le risque d'une rechute d'autant qu'un éventuel ajustement à la hausse du dollar serait dommageable à la balance extérieure, déjà largement déficitaire.

Au Royaume-Uni, le Gilt reste l'otage des attermolements politiques au sujet du Brexit. Une nouvelle semaine de votes s'annonce avec les mêmes problématiques : accord/non-accord et report de la date effective du Brexit.

Neutralité sur les taux

En termes de stratégie, les principaux marchés de taux ont une évolution similaire. La baisse des rendements se poursuit dans le sillage de l'assouplissement de la BCE. Le Bund s'échange désormais sous 0,10% entraînant la plupart des pays core et non-core dans son sillage. Le spread français est ainsi revenu sous le seuil de 40pb. Le récent succès de la syndication espagnole témoigne de l'intérêt des investisseurs pour les dettes souveraines à long terme. Les Bonos espagnols à 10 ans cotent sous 110pb contre Bund. Outre la politique de Mario Draghi, la possibilité d'élections anticipées et quelques signaux de stabilisation de la conjoncture engendrent un regain d'optimisme envers la dette italienne. Nous restons méfiants sur la dette italienne préférant d'autres emprunts périphériques. Aux Etats-Unis, le changement de ton de la Fed maintient le 10 ans nettement en deçà de sa valeur d'équilibre de 3,10%. A 2,65%, le T-note se situe juste en dessous de la borne haute de la fourchette prévue pour cette (2-2,75%) sous l'hypothèse d'arrêt des hausses de taux et de la diminution du bilan.

Sur les marchés d'actions, la hausse du dollar s'est révélée préjudiciable aux indices américains. Il est aussi probable que les investisseurs aient choisi de prendre des profits après des hausses à deux chiffres depuis le début de l'année. Le rally indiscriminé sur les marchés favorise aussi les prises de profit. Les services publics et les services de télécommunications font figure de valeurs refuges cette semaine face aux rotations défavorables aux cycliques. Le secteur de l'énergie abandonne également près de 4% sur la semaine écoulée. En Europe, la baisse est limitée par l'ajustement de l'euro qui replonge sous 1,13\$ à mesure que la hausse de taux s'éloigne. Les banques souffrent sans doute du calibrage moins favorable des TLTRO-III et les cycliques (autos, ressources de base) reprennent le chemin de la baisse. Le repli vers les services publics s'observe également sur les marchés européens.

Le crédit investment grade en euros, plombé par les financières, a sous-performé les emprunts d'états au cours de la semaine passée. Le spread moyen de la classe d'actifs s'écarte de 3pb. Les flux se retournent également sur les segments du high yield et des émergents après un très fort resserrement des spreads depuis le début de l'année. Il s'agit sans doute de prises de profit. Les notations spéculatives s'élargissent de 23pb sur cinq séances. L'indice émergent diversifié voit son spread moyen remonter de 20pb à 357bp.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.54 %	-3	+3	+7
EUR Bunds 10a	0.06%	-10	-6	-18
EUR Bunds 2s 10s	60 bp	-7	-9	-25
USD Treasuries 2a	2.47 %	-7	-1	-1
USD Treasuries 10a	2.64 %	-8	-1	-4
USD Treasuries 2s 10s	17 bp	-1	0	-3
GBP Gilt 10a	1.17 %	-11	-1	-11
JPY JGB 10a	-0.03 %	-4	0	-4
EUR Spreads Souverains (10a)	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	34 bp	-6	-10	-13
Italie	250 bp	-8	-28	0
Espagne	109 bp	+8	-3	-8
Inflation Points-morts (10a)	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	96 bp	-3	+5	-4
USD TIPS	191 bp	-3	+9	+20
GBP Gilt Indexés	315 bp	+7	-3	-2
EUR Indices Crédit	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	131 bp	+3	-8	-21
EUR Agences OAS	55 bp	-2	-7	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	-3	-9	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	424 bp	+23	-34	-89
EUR/USD Indices CDS 5a	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	63 bp	+1	-10	-26
iTraxx Crossover	285 bp	+7	-31	-69
CDX IG	62 bp	+1	-6	-26
CDX High Yield	356 bp	+8	-7	-94
Marchés émergents	11-mars-19	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	357 bp	+20	-3	-58
Devises	11-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.123	-0.89	-0.35	-1.93
GBP/USD	\$1.310	-0.63	+1.93	+2.77
USD/JPY	¥111.24	+0.43	-0.71	-1.42
Matières Premières	11-mars-19	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$66.6	\$0.9	\$5.0	\$12.3
Or	\$1 292.3	\$5.7	-\$15.1	\$10.8
Indices Actions	11-mars-19	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 775	-0.63	2.42	10.71
EuroStoxx 50	3 306	-0.34	4.43	10.14
CAC 40	5 268	-0.36	5.05	11.35
Nikkei 225	21 125	-3.19	1.25	5.55
Shanghai Composite	3 027	-0.02	13.29	21.38
VIX - Volatilité implicite	14.63	0.00	-8.39	-42.45

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