

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

11 juin 2018 /// n°9-2018

La BCE face à l'aléa de moralité

Points clés

- **La BCE discutera cette semaine de la sortie de son programme de QE**
- **La crise italienne ne changera rien à la stratégie de la BCE**
- **Fed : hausse des taux justifiée par la croissance et l'accélération des prix**
- **Italie : adjudications à 30 ans périlleuses cette semaine**

La volatilité liée à la situation politique en Italie perdure. Le spread s'est néanmoins resserré après les déclarations du ministre des finances Giovanni Tria écartant une sortie de la zone euro. Le BTP 10 ans s'échange autour de 240pb contre Bund. L'emprunt allemand (0,5% à 10 ans) s'est déprécié alors que la BCE évoque la fin prochaine du programme d'achat d'actifs. Les swap spreads se tendent à l'instar de la prime de l'OAT. Les CDS des financières subordonnées s'accroissent également. En revanche, les actions européennes réagissent à peine à l'arrêt prévu du soutien monétaire.

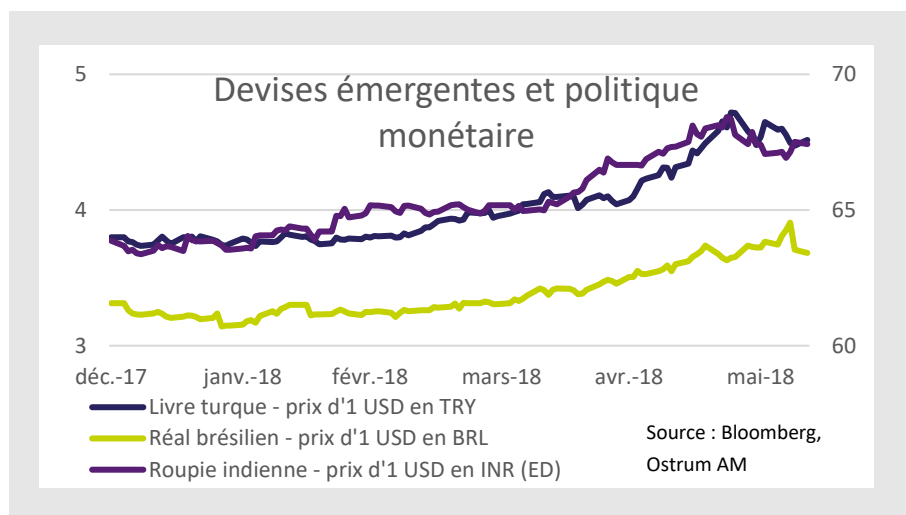
Aux Etats-Unis, le T-note se rapproche de 3% et le S&P s'adapte 1,6% sur la semaine avant le FOMC.

La volatilité reste très contenue sur les actions outre-Atlantique.

Les spreads émergents libellés en dollars (345pb) se stabilisent, mais la tendance reste défavorable sur les marchés latino-américains en particulier. Le calendrier électoral (Mexique, Brésil) et la faible lisibilité de la politique commerciale américaine après le fiasco du G7 constituent des facteurs de risque. Cela pèse également sur l'attractivité des fonds en devises.

La BCB est contrainte de soutenir le réal (3,70 pour 1\$). La Banque centrale Turque ajuste de nouveau son taux à la hausse (+125pb à 20,75%) pour enrayer la baisse de la livre.

Le graphique de la semaine



Les Banques Centrales émergentes font face à la dépréciation de leurs devises.

Au Brésil, la BCB est intervenue sur le marché pour ramener le réal de 3,95 à 3,70 pour un dollar.

La Turquie a relevé son taux de 125pb à 20,75%. La livre s'est ensuite stabilisée autour de 4,50 contre le billet vert.

La Reserve Bank of India a monté son taux à 6,25% et prendra des mesures pour limiter l'impact des flux de portefeuilles sortants.

BCE : le QE et l'aléa de moralité

La Banque Centrale européenne se réunit ce jeudi au lendemain du FOMC. Peter Praet, longtemps opposé à une diminution du soutien monétaire, annonçait la semaine passée une discussion formelle sur l'arrêt des achats d'actifs. Le scénario le plus plausible est un arrêt fin septembre. Une prolongation jusqu'en décembre à un rythme d'intervention mensuel réduit est aussi évoquée. Le bilan de l'institution représente désormais plus de 40pp de PIB, ce qui l'expose à de nombreux risques. Par ailleurs, les premières annonces en matière de finances publiques en Italie témoignent des risques d'aléas de moralité inhérents aux politiques monétaires expansionnistes. L'action unilatérale du gouvernement italien d'accroître son déficit public au mépris des engagements passés risque en effet d'affaiblir l'euro (1,18\$) et de peser sur le coût de financement des autres pays membres. La contagion de la crise italienne à l'Espagne (spread de 95pb à 10 ans) et au Portugal (145pb) en ait le meilleur exemple. La BCE n'est d'ailleurs pas intervenue pour endiguer la volatilité sur le BTP. Cela constitue un signal fort de la nécessité de sortir de la dominance budgétaire.

Les propos de Peter Praet ont initié une baisse du Bund jusque 0,51% avant un retour sous 0,50%. Techniquement, l'équilibre actuel du marché semble se situer vers 0,42%. Le maintien du 10 ans allemand au-dessus de ce niveau favorise un biais vendeur sur le Bund. La dette italienne demeure néanmoins volatile. Les adjudications de BTP 30 ans le 13 juin (3mds € au total) feront figure de test de la crédibilité budgétaire du nouveau gouvernement. L'élargissement des swap spreads (52bp sur le Bund à 10 ans) témoigne de l'aversion pour le risque. Notre préférence pour l'Espagne est réaffirmée, notamment au détriment de l'Italie.

Au-delà des marchés de dettes périphériques (crédit inclus), l'effet de contagion de la crise italienne est minime. Les marchés d'actions affichent une volatilité réduite (V2X à 14%). La correction boursière italienne sur le mois écoulé n'a fait qu'effacer l'avance du MIB sur les grandes capitalisations de la zone euro depuis le début de l'année. Au niveau européen, les ressources de base, la technologie et la chimie affichent les meilleures performances. A l'inverse, l'automobile et le transport sous-performent depuis le début du mois.

Sur les marchés de crédit de bonne qualité, les financières s'avèrent volatiles. La prime moyenne du secteur par rapport au marché (115pb contre Bund) est remontée à 16pb. L'arrêt prochain du QE n'affecte pas le segment du high yield dont le spread se stabilise autour de 365pb. Les flux enregistrés sur les ETFs investis en high yield s'équilibrent en effet sur la période récente.

FOMC : hausse des taux sans surprise

La Fed annoncera, cette semaine, un relèvement des Fed Funds à 1,75-2%. La hausse de taux se justifie pleinement par l'accélération de la croissance et de l'inflation. Le nombre de hausses à l'horizon de 2019 restera inchangé. Cependant, le taux de rémunération des réserves excédentaires, jusqu'à présent égal à la borne haute de la fourchette des Fed Funds, ne devrait monter que de 20pb, soit 1,95%. Ce changement répond à plusieurs enjeux. Il convient de réduire l'impact budgétaire de la rémunération des réserves pour améliorer le profit reversé au Trésor. En outre, les banques seront incitées à détenir des titres (bons du trésor) plutôt que de laisser leur trésorerie en dépôt à la Fed. Cela facilitera la réduction du bilan de la Fed. Ces arbitrages rendront la courbe monétaire plus pentue. A terme, la Fed cessera probablement de rémunérer les réserves excédentaires.

En termes de stratégie, le niveau du 10 ans américain est en ligne avec la valeur d'équilibre issue de nos modèles (2,96%). Cela étant, la prime de terme négative reste une anomalie. Le contexte macro-économique (salué par rebond du S&P) milite pour des rendements obligataires plus élevés, notamment via une réduction de cette prime. La recherche de sécurité face à la crise italienne et le positionnement spéculatif vendeur restent des freins à une accélération à la baisse du T-note. Le spread du T-note contre Bund est ainsi revenu sous 250pb. Pour ces raisons, la tendance reste à l'aplatissement de la courbe américaine.

La remontée des rendements s'effectue sans tensions sur les points morts d'inflation. On peut s'en étonner compte tenu de l'accélération des prix au cours des derniers mois. L'accalmie sur les prix du pétrole alors que l'OPEP semble prête à relever sa production et le rebond du dollar depuis le mois d'avril ont réduit l'appétence des investisseurs finaux pour les TIPS. Les valorisations des emprunts indexés sont pourtant attractives.

Sur le marché des changes, l'imminence d'un changement de discours de la BCE profite à l'euro qui s'accroche à 1,18\$. La couronne suédoise bénéficie des perspectives de taux en zone euro. La faiblesse des devises latino-américaines se confirme. La Banque Centrale brésilienne s'est vue contraindre d'intervenir. Le réal rebondit de 5% contre le dollar à 3,70. La campagne électorale mexicaine et le protectionnisme irraisonné de Donald Trump accentuent la volatilité sur le peso. Autour de 20,40 pour un dollar (-2% sur la semaine), la devise mexicaine perd désormais plus de 3% en 2018.

La volatilité des changes précipite les sorties sur les fonds en devises locales. A l'inverse, les flux acheteurs et vendeurs se compensent sur les fonds investis en dette externe. Le spread moyen se situe à 345pb. La moyenne des taux locaux s'inscrit en hausse de 12pb sur une semaine à 6,54%.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.6 %	+2	-2	+3
EUR Bunds 10a	0.49%	+8	-7	+7
EUR Bunds 2s10s	110 bp	+6	-5	+4
USD Treasuries 2a	2.53 %	+1	-1	+65
USD Treasuries 10a	2.96 %	+2	-1	+56
USD Treasuries 2s10s	44 bp	+1	+0	-9
GBP Gilt 10a	1.41 %	+11	-4	+22
JPY JGB 10a	0.05 %	0	+0	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	41 bp	+11	+19	+6
Italie	234 bp	+22	+103	+76
Espagne	95 bp	+4	+23	-19
Inflation Points-morts (10a)	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	148 bp	+0	+2	+5
USD TIPS	214 bp	+1	-3	+16
GBP Gilt Indexés	309 bp	+1	+1	+3
EUR Indices Crédit	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	+0	+22	+29
EUR Agences OAS	53 bp	+2	+15	+15
EUR Obligations sécurisées OAS	56 bp	+2	+15	+16
EUR High Yield Pan-européen OAS	365 bp	-3	+54	+71
EUR/USD Indices CDS 5a	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	72 bp	+6	+17	+27
iTraxx Crossover	301 bp	+11	+32	+68
CDX IG	66 bp	+2	+7	+17
CDX High Yield	345 bp	+4	+14	+38
Marchés émergents	11-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	345 bp	+1	+6	+60
Devises	11-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.179	+0.61	-1.59	-1.82
GBP/USD	\$1.338	-0.04	-1.52	-1.01
USD/JPY	¥110.09	-0.46	-0.6	+2.36
Matières Premières	11-juin-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$76.7	\$1.4	-\$0.3	\$11.6
Or	\$1 299.7	\$1.1	-\$19.6	-\$3.2
Indices Actions	11-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 789	1.55	2.26	4.33
EuroStoxx 50	3 480	0.31	-2.39	-0.68
CAC 40	5 474	0.02	-1.23	3.04
Nikkei 225	22 804	1.46	0.20	0.17
Shanghai Composite	3 053	-1.24	-3.49	-7.69
VIX - Volatilité implicite	12.25	-3.85	-3.16	10.96

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Rédaction



AXEL BOTTE
STRATÉGISTE
axel.botte@ostrum.com

Avertissement

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.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France 75013 Paris. 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.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Ce document est publié par la Direction de la Communication d'Ostrum Asset Management.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738