

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

18 juin 2018 /// n°10-2018

Draghi prolonge l'assouplissement

Points clés

- **BCE : prolongation du QE ; pas de hausse des taux avant septembre 2019**
- **La Fed maintient le cap du resserrement graduel**
- **Neutralité sur les taux, biais à l'aplatissement aux Etats-Unis**
- **Détente progressive sur les emprunts souverains et le crédit en zone euro**
- **Les actions européennes rechutent après la réunion de la BCE**

La BCE a opté pour une prolongation d'un trimestre du QE et prévoit une hausse des taux vers la fin de l'été 2019. Cette décision a rapidement fait baisser l'euro vers 1,16\$. Les taux souverains se sont détendus, notamment les BTPs italiens. Le 10 ans allemand revient sous 0,40%.

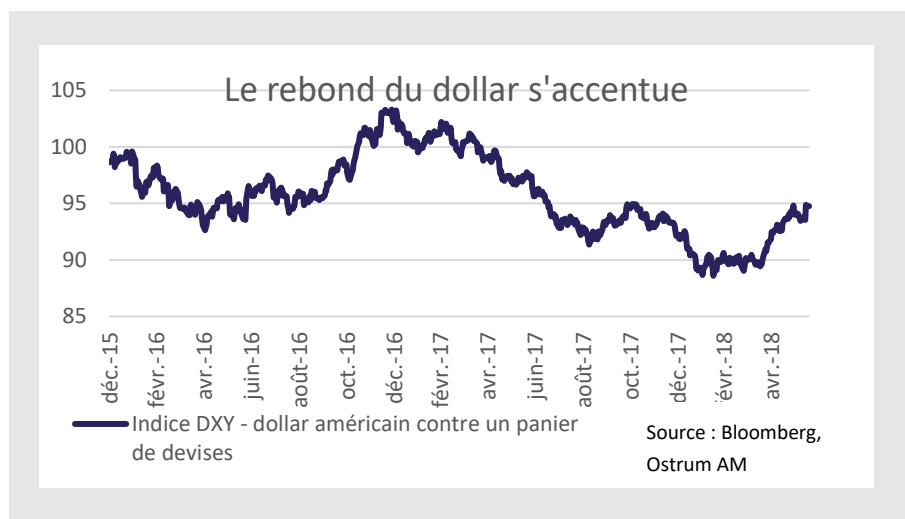
Le protectionnisme américain se renforce et engendre une hausse du dollar contre toute devise. Le FMI met en garde contre les implications de la guerre commerciale menée par Donald Trump. Les taux longs mondiaux baissent conjointement. Le T-note rejoint 2,90% et le Gilt se traite autour d'1,30% avant la réunion de la BoE. La chute du pétrole est liée à l'annonce probable d'une augmentation de la production de l'OPEP.

Malgré les obstacles au libre-échange, le S&P est stable cette semaine. La croissance des dividendes prévue accélère. L'Europe débute mal la semaine malgré le soutien d'un euro faible.

Concernant le crédit en zone euro, les spreads (111pb) diminuent de 4pb, avec un fort mouvement des swap spreads malgré le mouvement hebdomadaire de 10bp du Bund. Les indices synthétiques demeurent néanmoins volatiles, notamment par rapport aux marchés d'actions.

Les marchés émergents continuent de souffrir, en particulier la dette libellée en devises locales. L'intervention de la Banque Centrale stabilise le réal avec difficulté.

Le graphique de la semaine



Le dollar s'apprécie depuis mi-avril. Contre un panier de devises majeures, le billet vert gagne près de 6%.

Ce rebond s'explique par la fermeté de la Fed. La Réserve Fédérale se comporte conformément à ses prévisions au contraire du biais accommodant adopté par la BCE et la plupart des Banques Centrales occidentales.

L'ajustement du dollar provient également des mesures protectionnistes prises par l'Administration Trump.

BCE : l'art du double-discours

Mario Draghi annonce la fin du QE en décembre et un premier mouvement de taux en 2019. Le rythme d'achats mensuels d'obligations publiques et privées passera de 30mds € à 15mds €. L'arrêt des achats est conditionné à l'évolution du cycle. La première hausse des taux n'interviendrait qu'après l'été 2019. Il s'agira sans doute d'une hausse du taux de dépôt sans réelle incidence sur le coût de financement des banques auprès de la BCE. Cependant, cet engagement de maintenir les taux inchangés à l'horizon de septembre 2019 affaiblit l'euro sensiblement.

Cette décision prétendument unanime soulève un certain nombre de questions. La BCE a relevé ses anticipations d'inflation de 1,4% à 1,7% en 2018 et en 2019 par rapport aux projections publiées en mars. Ainsi, la BCE prolonge sa politique accommodante alors que l'inflation se redressera selon ses prévisions. Le discours de Draghi semble aussi minimiser la faiblesse généralisée des enquêtes de conjoncture. Le ralentissement économique du premier semestre est jugé temporaire par l'institution de Francfort. La croissance du PIB pour 2019 est inchangée (1,9% après 2,1% cette année). Enfin, le risque italien est qualifié de « local » alors que la taille de la dette publique italienne fait peser un risque systémique sur le secteur bancaire local et européen. La réunion de Sintra qui s'ouvre ce lundi donnera l'occasion à Mario Draghi de préciser sa politique.

La réaction du marché traduit l'importance du positionnement des intervenants. L'euro a initialement bondit à 1,185\$ juste après la publication de la décision de jeudi avant de s'effondrer de près de 3 points en séance. Le Bund (0,39% aujourd'hui) s'était tendu vers 0,50% en début de semaine avant de refluer sous 0,40%. Certes, nous pouvons justifier les niveaux de 0,40% sur le 10 ans allemand mais la tonalité du discours semble incohérente avec les propos de Peter Praet deux jours auparavant. Dans ce contexte, la neutralité directionnelle prévaudra. Une extension du mouvement baissier vers 0,30% est possible. La surperformance des maturités intermédiaires (5-10 ans) est très marquée de sorte que le spread 10-30 ans s'est tendu de 8pb sur la semaine. Les nombreuses adjudications de 30 ans (Belgique, Allemagne, Espagne) pèseront peut-être sur cet écart de taux. Les swap spreads se sont rétrécis sensiblement malgré les rachats sur le Bund. La détente des spreads périphériques se poursuit, ce qui nous incite à relever à neutre notre exposition à l'Italie. Les Bonos espagnols et la dette portugaise restent surreprésentés dans nos portefeuilles. La liquidation de positions périphériques sur les deux dernières semaines offre des opportunités.

Le crédit, à l'instar du resserrement des swap spreads, est également porté par le prolongement des achats nets de la BCE. Le spread moyen de la classe d'actifs diminue de 4pb sur la semaine à 111pb. Ce retour sur le crédit profite au high yield (-12pb). Les actions

européennes ont résisté avant d'ouvrir en nette baisse lundi matin. L'EuroStoxx 50 a déjà effacé l'intégralité de ses gains post-BCE. Les banques, pénalisées par la prolongation de l'environnement de taux bas, et les matières premières affichent les moins bonnes performances cette semaine. L'OPEP semble prête à accroître sa production de 300 à 600k barils par jour. Le Brent perd 2\$ à 74\$ le baril. Cette baisse combinée aux rachats de Bunds et de T-notes explique la légère sous-performance des emprunts indexés dans les derniers échanges.

FOMC : hausse des taux sans surprise

La politique de la Fed est nettement plus lisible que celle de la BCE. Jerome Powell agit conformément aux prévisions du comité. La cible des Fed Funds a été relevée à 1,75-2% et deux hausses supplémentaires de 25pb en septembre et en décembre sont probables. Un total de trois hausses en 2019 recueille une majorité de votes au sein du FOMC. La rémunération des réserves sera sous-indexée à la hausse à venir du taux directeur. La croissance devrait rester supérieure au potentiel jusqu'en 2020 sans générer de surcroît d'inflation. Ce scénario reste sujet à caution compte tenu de l'effet incertain du protectionnisme et la politique budgétaire sur l'équilibre économique. Cela étant, la croissance est forte. L'aplatissement de la courbe traduit les risques et le lien entre le Bund et le T-note. Le spread oscille autour de 250pb. Les niveaux de marché actuels sont conformes à la valeur d'équilibre de 2,96% sur le 10 ans américain. Techniquement, l'environnement demeure favorable à la hausse au-dessus de 2,69%. Le mouvement de repli de la semaine passée motivé par la BCE et les nouvelles mesures protectionnistes entretient toutefois l'incertitude sur le potentiel haussier des taux américains. Le spread 2-10 ans, sous 40pb, désormais poursuit son resserrement. Sur les maturités longues, la forte activité de stripping suggère que les fonds de pension restent actifs. L'adjudication de TIPS 30 ans devrait recevoir une bonne demande cette semaine. Les flux vers les emprunts indexés sont améliorés malgré une performance décevante des points morts. Nous optons pour la neutralité directionnelle et continuons de privilégier les maturités longues.

Les marchés d'actions américaines sont restés stables. Le S&P est soutenu par les taux bas et l'intense activité de fusions et de rachats d'actions. L'énergie poursuit sa correction au bénéfice des services publics. Les spreads de crédit restent plutôt orientés à l'écartement. L'investissement grade américain se traite 115pb au-dessus des Treasuries au plus haut depuis le début de 2017.

La dynamique des marchés émergents reste soumise aux tensions sur le change (Brésil, Argentine, Mexique) et les risques politiques et protectionnistes. Les flux sortent des fonds en devises locaux, les flux sont plus équilibrés sur la dette externe. Le spread moyen en dollars est de l'ordre de 350pb.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	-1	-3	+1
EUR Bunds 10a	0.40%	-10	-18	-3
EUR Bunds 2s10s	101 bp	-8	-15	-4
USD Treasuries 2a	2.55 %	+3	+1	+67
USD Treasuries 10a	2.93 %	-2	-13	+52
USD Treasuries 2s10s	37 bp	-6	-13	-15
GBP Gilt 10a	1.32 %	-8	-18	+13
JPY JGB 10a	0.04 %	-1	-2	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	33 bp	-9	+7	-3
Italie	216 bp	-19	+51	+57
Espagne	86 bp	-9	-1	-28
Inflation Points-morts (10a)	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	147 bp	-1	-2	+4
USD TIPS	213 bp	-1	-4	+15
GBP Gilt Indexés	306 bp	-3	-3	0
EUR Indices Crédit	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	111 bp	-4	+18	+25
EUR Agences OAS	47 bp	-6	+9	+9
EUR Obligations sécurisées OAS	51 bp	-5	+11	+11
EUR High Yield Pan-européen OAS	353 bp	-12	+52	+59
EUR/USD Indices CDS 5a	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	68 bp	-4	+10	+23
iTraxx Crossover	297 bp	-3	+22	+65
CDX IG	61 bp	-4	-1	+11
CDX High Yield	331 bp	-11	-10	+24
Marchés émergents	18-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	356 bp	+12	+32	+71
Devises	18-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.161	-1.54	-1.41	-3.32
GBP/USD	\$1.324	-1.03	-1.69	-2.01
USD/JPY	¥110.46	-0.41	+0.29	+2.02
Matières Premières	18-juin-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$74.5	-\$2.0	-\$4.0	\$9.3
Or	\$1 278.3	-\$22.0	-\$14.7	-\$24.5
Indices Actions	18-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 769	-0.45	2.08	3.58
EuroStoxx 50	3 467	-0.39	-3.00	-1.06
CAC 40	5 450	-0.43	-2.92	2.60
Nikkei 225	22 680	-0.54	-1.09	-0.37
Shanghai Composite	3 022	-1.48	-5.37	-8.63
VIX - Volatilité implicite	12.74	2.83	-5.37	15.04

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