

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - OCTOBRE 2018

INFO  
DU  
MOIS

## L'ART DE LA GUERRE... COMMERCIALE

Dans l'Art de la guerre, maître Sun nous livre ses trois préceptes stratégiques permettant d'obtenir un objectif des plus ambitieux : la poursuite intelligente d'une guerre victorieuse. La stratégie est simple, et repose sur l'analyse rationnelle des différentes dimensions d'une guerre. Pour cela il faut tout d'abord évaluer le coût économique et moral de la guerre, en gardant à l'esprit que l'acmé de tout conflit est une victoire sans effusion de sang. Puis, dans un deuxième temps, il est nécessaire de rechercher votre avantage comparatif pour le faire valoir et déstabiliser votre adversaire, cette ruse vous permettant de lui ôter progressivement toute envie de combattre. Enfin, et c'est là le facteur clé de la réussite, il convient de connaître et de comprendre votre adversaire.

En maîtrisant ces trois préceptes, la Chine a réussi à naviguer avec brio dans un monde en proie à une globalisation galopante, tordant les règles de l'OMC à son avantage pour créer des déséquilibres « bénéfiques » dans les échanges internationaux. Mais l'arrivée de l'imprévisible Donald Trump a bouleversé leur compréhension du monde et de son fonctionnement. En effet, le style peu conventionnel et les manœuvres clairement dilatoires du président américain ont mis à mal leur stratégie les poussant à prendre un peu de recul avant d'agir. Mais leur apparente passivité ne doit pas masquer les velléités hégémoniques d'un empire en manque de reconnaissance.

Après avoir annulé les négociations prévues pour fin septembre, la Chine a multiplié les signes de rapprochement avec la Russie, qu'ils soient économiques ou militaires. De leur côté, en finalisant le USMCA, les États-Unis ont bloqué toute possibilité de contournement de la part des chinois. Si nous n'anticipons pas de dérive militaire dans notre scénario de tensions commerciales (15%), nous craignons une aggravation des tensions atteignant les secteurs clés tels que l'automobile. Parallèlement, le budget italien et le risque de dégradation par les agences pourraient déstabiliser plus que de raison les marchés (15%). Enfin dans cet univers toujours plus anxiogène nous restons convaincus que la situation peut, ou plutôt, va s'arranger, c'est pourquoi notre scénario central de poursuite de la bonne dynamique mondiale reste prépondérant à 70%.

Taxation supplémentaire de 10% sur 200 milliards de dollar d'importations chinoises par l'administration américaine

## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

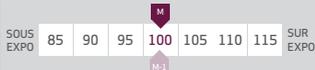
90%

TAUX



100%

ACTIONS



## DANS CE NUMÉRO

### CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

QUELLES PERSPECTIVES POUR LES MARCHÉS DE TAUX DANS LE CONTEXTE ACTUEL ?

Julien Daire

Directeur de la Gestion Taux et Crédit

Bastien Drut

Stratège senior

### GESTION DE TRÉSORERIE

SOLUTIONS DE TRÉSORERIE, QUELLES STRATÉGIES ?

Anne-Charlotte DUCOS

Gérante monétaire et crédit

## PROCHAIN RENDEZ-VOUS

cpr

asset management



18 OCT 2018

## DÉJEUNER CONFÉRENCE

### CPR AM LANCE SON NOUVEAU FONDS THÉMATIQUE

Les équipes de CPR AM sont heureuses de vous présenter en avant-première leur nouvelle innovation thématique actions.

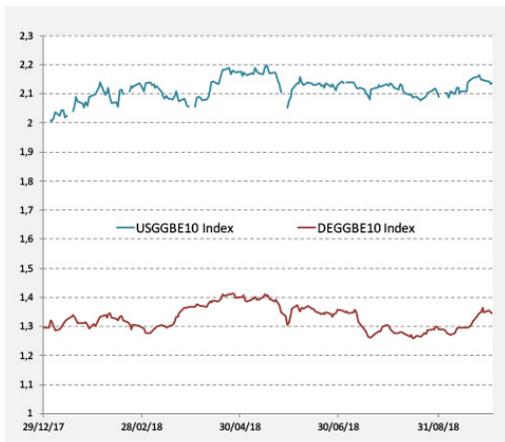
## INDICATEURS CLÉS

## REBOND DE L'INFLATION ? MYTHE OU RÉALITÉ

Les dernières publications des inflations globales et sous-jacentes ont quelque peu déçu aux États-Unis et en Europe. Ces déceptions n'incitent pas les investisseurs à se protéger contre un retour de l'inflation. Pourtant, les politiques monétaires restent accommodantes, la croissance économique forte, les tensions salariales apparaissent avec l'amélioration du marché du travail, dans un contexte de hausse des prix du pétrole, et de guerre commerciale favorisant le retour de l'inflation. D'ailleurs, l'inflation a déjà progressé (passant de 0% en 2015 aux États-Unis et en Europe à respectivement 2,7% et 2,1% aujourd'hui), et les risques semblent désormais majoritairement à la poursuite de cette hausse.

Pour l'instant, les anticipations d'inflation ne reflètent pas d'inquiétude des investisseurs face à ce risque. Elles ne décollent cette année, ni en Europe (à 1,34% sur le Break Even 10 ans inflation euro contre 1,30% en début d'année), ni aux États-Unis (2,13% sur le BE 10 ans inflation US contre 2,0% début 2018). Sur les niveaux actuels, les stratégies de BE inflation offrent une véritable opportunité d'investissement en proposant un outil de diversification au sein d'une allocation d'actifs avec une volatilité plus faible que les stratégies obligataires traditionnelles. De plus, elles apportent une protection contre la poursuite de la hausse des taux et de l'inflation, en évitant que cette poursuite du rebond de l'inflation ne se transforme en casse-tête pour les investisseurs non-protégés.

ANTICIPATIONS D'INFLATION (EN %)



Sources: Bloomberg / CPRAM

## TAUX ÉTATS-UNIS

## TROISIÈME HAUSSE DE TAUX DE L'ANNÉE

Troisième hausse des taux directeurs appliquée par la Réserve fédérale, une quatrième hausse pourrait intervenir en décembre prochain en raison de la solidité des chiffres notamment ceux de la croissance et du marché du travail. L'inflation quant à elle reste toujours en ligne avec les objectifs de la banque centrale. Les dernières enquêtes menées auprès des petites et moyennes entreprises américaines montrent une difficulté pour ces dernières à trouver des employés qualifiés et donc une pression haussière sur les salaires demandés. Ce salaire moyen a d'ailleurs progressé de 0,4% en septembre dernier et de 2,9% sur un an en glissement annuel. Sur le mois, le taux 10 ans américain progresse de 20 pbs à 3,06%.

90%

TAUX  
US

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
		M						
			M-1					

## TAUX EURO

## UN ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE MAINTENU MALGRÉ LE DIAGNOSTIC RASSURANT DE LA BCE

Lors de son dernier comité de politique monétaire, la BCE a maintenu sans surprise son programme inchangé. Néanmoins, le diagnostic sur la situation économique actuelle a été plutôt rassurant en dépit du léger ralentissement de la croissance observé depuis quelques mois. La surprise est venue de Mario Draghi, soulignant devant le parlement européen le redressement vigoureux de l'inflation sous-jacente alors que l'inflation en zone euro a accéléré en septembre à 2,1%, au-delà de l'objectif fixée par la banque centrale. Sur le mois, le taux 10 ans allemand progresse de 15 pbs à 0,47%, alors que le taux 10 ans italien cède 9 pbs à 3,14% et que le taux 10 ans espagnol progresse de 3 pbs à 1,50%.

90%

TAUX  
EURO

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
		M						
			M-1					

## ANALYSE À SUIVRE

## ÉMERGENTS : LA TEMPÊTE EST-ELLE DERNIÈRE NOUS ?

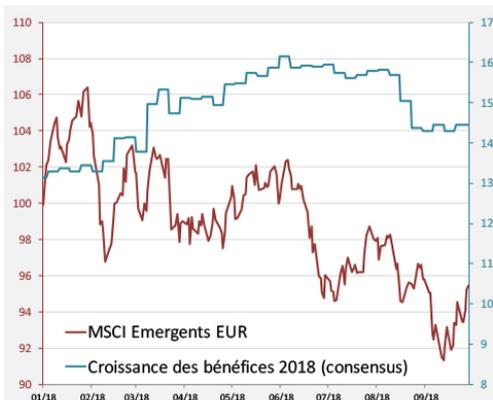
Les actions des pays émergents souffrent dans leur ensemble depuis plusieurs mois dans un contexte de guerre commerciale exacerbée entre les États-Unis et la Chine mais surtout en raison de situations de fort endettement en dollar dans certains pays : Turquie, Indonésie et Afrique du Sud, voire un mélange des deux pour la Turquie. Ce sont les indices de dette qui ont été les plus chahutés cet été quand les indices actions ont glissé plus lentement vers des performances négatives.

Dans un contexte d'appréciation du dollar et de hausse des taux courts et longs aux États-Unis, les pays émergents vont continuer de souffrir encore quelques semaines jusqu'aux résultats des élections de mi-mandat aux États-Unis début novembre et la prochaine hausse des taux de la Fed en décembre. Néanmoins, les niveaux actuels des indices actions constituent des points d'entrée intéressants à moyen terme pour les raisons suivantes :

- les prix ont nettement plus corrigé que les estimations de bénéfices
- les États-Unis ont plus à perdre qu'à gagner à terme dans la guerre commerciale
- la remontée du pétrole

La tempête est en partie dernière nous, mais il reste une queue de cyclone au-dessus des pays émergents symbolisée par des flux vendeurs à court terme. Une entrée progressive sur les prochaines semaines à horizon deux ou trois ans reste une bonne idée !!

## LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES 2018 RESTE EN HAUSSE PAR RAPPORT AU DÉBUT DE L'ANNÉE



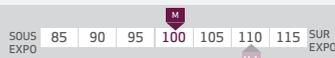
Sources: CPRAM - Datastream

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## LA CONFIANCE SUBSISTE

L'économie américaine accélère au 2<sup>ème</sup> trimestre avec une croissance qui atteint 4,2% en annualisé. Le risque de guerre commerciale pourrait affecter cette dernière si elle touchait les secteurs clés des produits technologiques ou de l'automobile. L'annonce de l'imposition de nouvelles taxes douanières sur 200 milliards supplémentaires de produits chinois, à hauteur de 10% dans un 1<sup>er</sup> temps contre les 25% prévu initialement n'a pas empêché le marché des actions de poursuivre sa progression et d'inscrire de nouveaux records malgré l'appréciation du dollar. Sur le mois, le S&P 500 est en hausse de 0,73%.

**100%**  
ACTIONS  
US

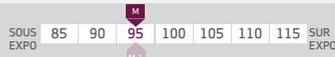


## ACTIONS EUROPE

## L'ITALIE SÈME À NOUVEAU LE TROUBLE

Sur le plan macroéconomique, l'indice PMI de l'industrie manufacturière est ressorti en dessous des attentes alors que la composante de l'activité des services s'est redressée. Le moral des ménages reste bien orienté ainsi que la croissance économique. Néanmoins, en Italie, la décision du gouvernement de coalition de fixer un objectif de déficit budgétaire à 2,4% en 2019, ont inquiété les marchés en fin de mois, sur la soutenabilité de la dette italienne. Le MSCI EMU finit le mois en légère baisse à -0,28%.

**95%**  
ACTIONS  
EUROPE



## ACTIONS ASIE

## ABE POUR UN TROISIÈME MANDAT

Au Japon, Shinzo Abe reste à la tête de son parti pour un 3<sup>ème</sup> mandat, il pourrait demeurer premier ministre jusqu'en 2020. La BoJ a maintenu une politique monétaire accommodante et une appréciation favorable de l'économie de l'archipel. En Asie hors Japon, les tensions commerciales sino-américaines ont pesé sur les devises et les marchés de la région. En Chine, l'assouplissement monétaire vise à maintenir la croissance autour de 6,5%, bien que les derniers statistiques montrent une fragilité. Sur le mois, le Topix progresse de 3,33%, le MSCI AC Asia Pac. Ex Japon baisse de 1,2%.

**95%**  
ACTIONS  
ASIE



## LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN SEPTEMBRE 2018

RAPPEL À FIN AOÛT 2018 1 > 50% 2 > 20% 3 > 30%

### 70% SCÉNARIO CENTRAL : POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

La situation reste globalement inchangée. L'activité reste soutenue aux États-Unis. Stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif. Les 1<sup>ères</sup> mesures de hausse des droits de douane n'affectent pas encore l'activité. **Taux directeurs** : remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). **Taux longs** : remontée aux États-Unis (3,30%) et en zone euro (0,75%), stabilité au Japon (0,15%). **Actions** : +2,5% aux États-Unis, +5% au Japon et en zone euro, +7,5% dans les pays émergents asiatiques, +5,0% dans les pays émergents d'Amérique latine. La parité EUR-USD remonte au niveau de 1,20.

### 15% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS COMMERCIALES AGGRAVÉES SUR LES SECTEURS CLÉS

La guerre commerciale continue de prendre de l'ampleur. Elle atteint désormais des secteurs clés de l'économie mondiale : la technologie et l'automobile. Des mesures de restriction de quantité à l'exportation par la Chine sont évoquées. **Taux directeurs** : remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). **Taux longs** : baisse aux États-Unis (2,90%), au Japon (0,10%) et en zone euro (0,40%). **Actions** : -10% dans les pays émergents, -7,50% au Japon et en zone euro et -5% aux États-Unis. La parité EUR-USD baisse à 1,15.

### 15% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES À L'ITALIE ET AU HARD BREXIT

Le risque politique italien reste au premier plan en Europe avec la préparation du budget 2019 et le risque d'éclatement de la coalition au pouvoir. Malgré des discussions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, l'inquiétude grandit face au risque d'un hard Brexit. **Taux directeurs** : remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). **Taux longs** : stabilité aux États-Unis (3,10%), légère baisse au Japon (0,10%) et baisse en zone euro (0,25%). **Actions** : 0% aux États-Unis et dans les pays émergents, 2,5% au Japon, -10% en Europe. L'EUR-USD baisse à 1,12.



## PERFORMANCES AU 26.09.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

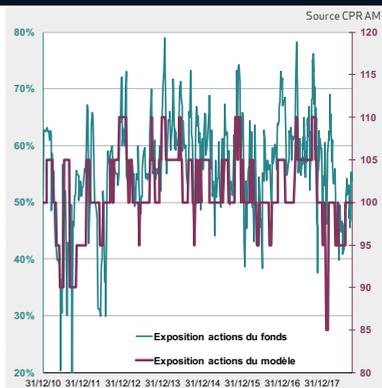
	Depuis le 31.12.17			Niveau au 26.09.18	
	sur 1 an	sur 5 ans			
<b>États-Unis</b>	1,34%	3,60%	<b>2,00%</b>	Taux directeur	
	-4,40%	7,89%	<b>3,06%</b>	Taux 10 ans	
	1,76%	29,50%	<b>277</b>	High Yield US	
	-2,17%	-12,86%	<b>1,17</b>	Euro/dollar	
	8,69%	71,07%	<b>2 906</b>	S&P 500	
<b>Europe</b>	0,00%	0,33%	<b>0,00%</b>	Taux directeur	
	0,36%	22,42%	<b>0,53%</b>	Taux 10 ans	
	0,52%	30,28%	<b>331</b>	High Yield Europe	
	-2,02%	17,45%	<b>3 433</b>	DJ EuroStoxx 50	
<b>Japon</b>	5,57%	62,40%	<b>24 034</b>	Nikkei 225	

## PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 70% de proba.	ALTERNATIF 1 15% de proba.	ALTERNATIF 2 15% de proba.
Taux directeur	2,50%	2,50%	2,50%
Taux 10 ans	3,30%	2,90%	3,10%
High Yield US	275	320	290
Euro/dollar	1,20	1,15	1,12
S&P 500	2,50%	-5,00%	0,00%
Taux directeur	0,00%	0,00%	0,00%
Taux 10 ans	0,75%	0,40%	0,25%
High Yield Europe	300	390	410
DJ EuroStoxx 50	5,00%	-7,50%	-10,00%
Nikkei 225	5,00%	-7,50%	2,50%

## ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Les marchés financiers ont connu des fortunes diverses en septembre, avec des marchés actions stables, des marchés obligataires orientés à la baisse et avec une remontée des taux d'emprunts d'Etat de 10 - 20 pbs en moyenne, le taux 10 ans américain s'installant une nouvelle fois au-delà des 3%. Sur les marchés de change, le dollar américain a regagné du terrain à la faveur du renouvellement des incertitudes politiques en Europe avec l'Italie et la remontée des taux court initiés pour la troisième fois par la Réserve fédérale cette année. Les marchés actions ont donc modestement progressé, soutenus encore une fois par le marché américain qui inscrit de nouveaux records à la hausse. Le Japon signe la meilleure performance mensuelle après la réélection sans encombre de M. Shinzo Abe à la tête de son parti. Le pétrole lui, remonte assez nettement suite à la décision des membres de l'OPEP de ne pas procéder à une augmentation de la production au-delà des niveaux de juin, malgré les sollicitations du président américain. Notre allocation n'a pas vraiment varié au cours du mois de septembre. Nous conservons une approche constructive sur les actions en privilégiant les marchés américain et japonais et nous avons initié progressivement des positions sur le marché des actions chinoises locales. Sur la partie obligataire, la sensibilité des portefeuilles reste assez basse et la diversification porte toujours sur le high yield et les points morts inflations.





**Julien Daire**  
Directeur de la Gestion  
Taux et Crédit



**Bastien Drut**  
Stratège senior

## CONJONCTURE ÉCONOMIQUE QUELLES PERSPECTIVES POUR LES MARCHÉS DE TAUX DANS LE CONTEXTE ACTUEL ?

### QUE PEUT-ON DIRE DE LA CONJONCTURE EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS ?

L'économie américaine se porte très bien, notamment grâce à la réforme fiscale adoptée en décembre, qui a stimulé la consommation des ménages et qui a donné un coup de fouet aux profits des entreprises, ce qui facilite les embauches et favorise l'investissement. Les indicateurs avancés sont très bien orientés et suggèrent une tendance de croissance actuellement autour de 3%. Toutefois, il est important de noter que cette accélération de la croissance se fait au prix d'une détérioration des finances publiques. Le creusement du déficit (890 Mds\$ sur les 12 derniers mois) a essentiellement été financé par l'émission par le Trésor américain de titres de maturité courte (T-bills).

En zone euro, la croissance a décéléré depuis des niveaux impressionnants en 2017 mais tourne autour de 2%, soit un point de mieux que la croissance potentielle. L'accélération des salaires est l'un des éléments positifs, il atteint son rythme le plus élevé depuis des années et pourrait stimuler la consommation des ménages. Les conditions sur le marché du travail continuent de s'améliorer. Même si elle s'est écroulée récemment, la confiance des consommateurs reste proche de ses plus hauts niveaux depuis plus de trente ans.

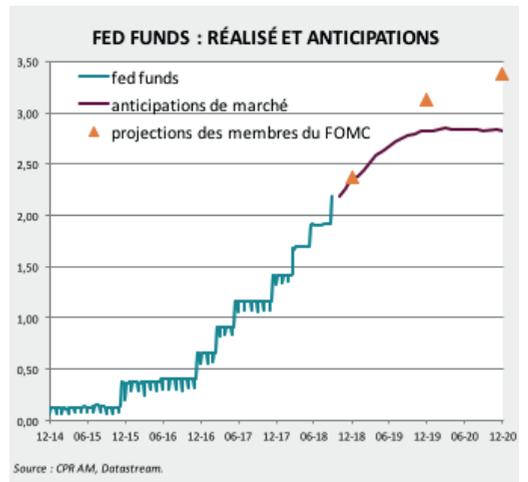
### DANS CE CONTEXTE, QUEL SERA LE COMPORTEMENT DES BANQUES CENTRALES ?

La bonne tenue de la conjoncture américaine va permettre à la Réserve fédérale (Fed) de continuer à remonter les taux sur un rythme graduel (une hausse de taux par trimestre) sur les prochains trimestres. Cela dit, la Fed a déjà remonté ses taux directeurs de 200 pbs depuis le début de son cycle de resserrement (décembre 2015) et le secteur immobilier est déjà en perte de vitesse à cause de la hausse des taux de

crédit immobilier. En ce qui concerne les membres du FOMC, les préoccupations portent désormais sur le moment où la Fed devra arrêter son cycle de resserrement.

La BCE terminera son programme d'achats d'actifs en décembre. Dans la stratégie de normalisation de la politique monétaire, la prochaine étape consistera à relever les taux directeurs. Pour le moment, la BCE indique que cela n'arrivera pas avant l'été 2019. Cependant, le marché reste selon nous bien trop pessimiste sur la capacité de la BCE à relever ses taux.

Au final, la BCE devrait commencer à remonter ses taux directeurs au moment où la Fed devrait marquer une pause.



### QUELS SONT LES AXES D'INVESTISSEMENT À FAVORISER SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ?

Au regard du décalage de cycle monétaire entre la Fed et la BCE, il est judicieux de se pencher sur des stratégies longues de durée américaine et courtes sur la durée européenne. Qu'il s'agisse des maturités 2 ans, 5 ans ou 10 ans, les écarts de rendement entre les États-Unis et l'Allemagne sont à un plus haut de 30 ans.

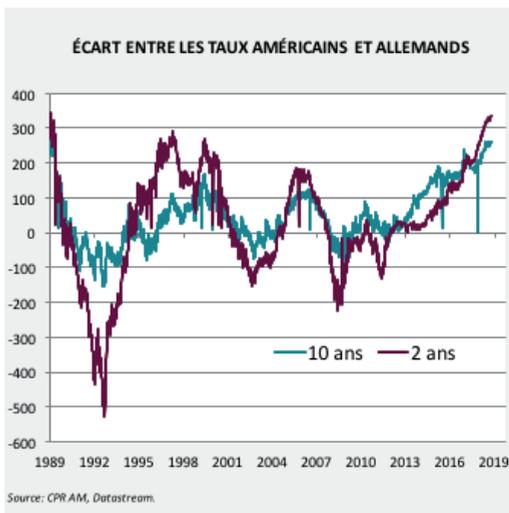
Par ailleurs, la thématique de l'inflation reste d'actualité. Les améliorations sur les marchés du travail, aux États-Unis comme en Europe, mais aussi les pressions haussières sur le prix du pétrole font que les stratégies de point mort inflation demeurent toujours attractives et protectrices dans un scénario de surprise à la hausse de l'inflation.

Sur le marché du crédit, dans un contexte de croissance au-dessus du potentiel en Europe, nous privilégions toujours le segment High Yield pour son portage attractif. Nous restons prudents sur le segment Investment grade. Cette classe d'actifs nous semble, en effet, plus vulnérable face à la fin du QE en Europe et au risque de remontée de taux d'autant que le marché n'anticipe que très peu de hausses des taux dans les deux prochaines années. Dans cet environnement, nous restons positionnés sur les maturités inférieures à 5 ans qui offrent le meilleur couple rendement-risque.

### QUELS SONT LES RISQUES QUI POURRAIENT CHANGER LA DONNE ?

Pour les marchés obligataires, le principal risque pour notre scénario central concerne la politique italienne. La formation du gouvernement italien a fait naître des craintes sur la soutenabilité de la dette publique et en particulier sur la notation de l'État italien. Chaque hausse du spread italien a coïncidé avec une nette baisse des taux allemands et une exacerbation du risque politique (par exemple déclenché par la convocation de nouvelles élections) pourrait retarder la hausse des taux longs allemands. En conséquence, nous ne nous positionnons pas en sensibilité négative à court terme et nous nous contentons de couvrir le risque de taux de préférence via des swaps pour ne pas souffrir de l'écartement du swap-spread. Par ailleurs, nous mettons en place des stratégies optionnelles de protection sur les taux et le crédit.

Pour le moment, la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a eu peu de répercussions sur l'économie et sur les marchés obligataires. Cependant, une intensification des tensions portant sur certains secteurs cruciaux (automobile) déclencherait une décélération de l'économie mondiale et pousserait les banques centrales à adopter une approche plus prudente. Dans ce contexte, une position longue sur les taux américains ou simplement une position longue du spread de taux entre les États-Unis et l'Europe semble protectrice.





# INTERVIEW DU MOIS

BULLETIN MENSUEL - OCTOBRE 2018

## GESTION DE TRÉSORERIE

### SOLUTIONS DE TRÉSORERIE, QUELLES STRATÉGIES ?



**Anne-Charlotte Ducos**

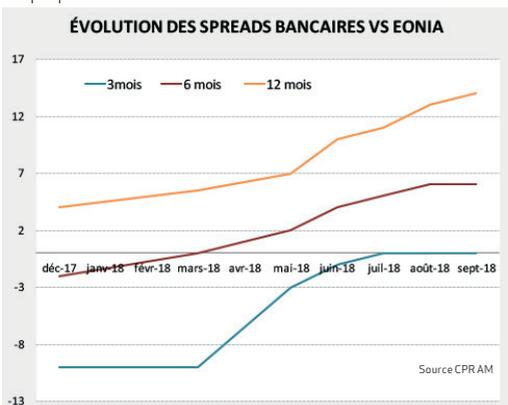
Gérante monétaire et crédit

### POUQUONS-NOUS DRESSER UN BILAN DE L'ANNÉE 2018, QUELLES ONT ÉTÉ LES GRANDES TENDANCES SUR LE MARCHÉ COURT TERME ?

Le contexte de transition de la politique de la BCE d'une part et les niveaux de rémunération extrêmement bas d'autre part étaient les deux principaux facteurs de risques identifiés pour 2018. Les investisseurs, en connaissance de cause, ont néanmoins été confrontés à un marché difficile à lire.

Le dénouement électoral en Italie et la coalition surprise entre deux partis antisystème ont été un catalyseur à l'écartement des spreads depuis le mois de mai. Dans un marché où la volatilité est de retour et où les rémunérations sont au plus bas, le risque spécifique a pris logiquement le relais des facteurs techniques qui avaient porté le marché obligataire ces trois dernières années. Le segment court qui jusqu'à présent avait très bien résisté, a également subi un repricing (voir graphe n°1). Tous ces éléments ont donc participé à l'écartement général des spreads et à une baisse des performances sur l'année 2018.

Graphique n°1



Graphique n°2



### QUELS SONT D'APRÈS VOUS LES PRINCIPAUX ENJEUX POUR LES MOIS À VENIR ?

Plusieurs sujets bien identifiés vont nous occuper dans les prochains mois :

La nouvelle réglementation monétaire entre en vigueur le 1er janvier 2019. Globalement, les fonds intègrent déjà la majorité des modifications prévues en termes de nouveaux ratios de liquidité et d'investissement. La mise en place de stress tests, l'exigence de la maîtrise du passif, mais surtout la fin de la méthode de valorisation en coût amorti pour les titres inférieurs à 3 mois sont les principaux enjeux de cette réforme pour les sociétés de gestion. Les fonds monétaires relèveront nécessairement des catégories suivantes : VNAV (fonds à valeur liquidative variable), CNAV (fonds à valeur liquidative constante investis à 99,5% dans de la dette publique) et plus marginalement les LVNAV (fonds à valeur liquidative à faible volatilité) et seront « standard » ou « court terme ».

Après la fin du QE annoncé pour décembre 2018 ce sera la normalisation des taux prévue pour le 2<sup>ème</sup> semestre de 2019. A quel rythme ? Difficile à dire pour le moment tant la prudence et la patience ont été martelées par Mario Draghi sur le sujet. Le marché anticipe actuellement une première hausse de taux pour la fin d'année 2019 mais la courbe des Eonia forward est beaucoup plus basse qu'elle ne l'était en début d'année.

L'introduction de nouveaux benchmarks taux est prévue pour le dernier trimestre 2019 en zone euro. Les scandales de contributions pendant la crise financière d'une part et la baisse significative des volumes de transaction d'autre part ont poussé les régulateurs européens à redéfinir les critères de sélection des benchmarks qui se doivent d'être : « robustes, fiables et résistants ». L'ESTER (European Short Term Rate) va donc remplacer l'actuel Eonia à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2020 afin de répondre à ces critères. La mise en œuvre et l'impact de ce chantier restent assez flous pour le moment et dépendront surtout de la période de transition entre les anciens et les nouveaux indices.

Enfin, nous allons aborder la période de remboursement des TLTRO II qui va concerner près de 750 milliards d'euros d'ici mars 2021 dont la majorité en juillet 2020. La question du remplacement de ces lignes de crédit accordées par la BCE (à -0,40% sur une période de 4 ans) vers du refinancement « classique » va sans aucun doute modifier le rapport de force extrêmement favorable aux banques ces dernières années et sera source d'opportunité pour les investisseurs.

### FACE AUX CHANGEMENTS À VENIR, QUELLE STRATÉGIE PRIVILÉGIEZ-VOUS SUR LES FONDS DE TRÉSORERIE ?

Comme évoqué précédemment, l'année 2019 s'annonce dense pour notre classe d'actif. Dans ce contexte, il s'agira évidemment d'adapter notre gestion à un environnement en évolution.

S'agissant des fonds monétaires, nous adoptons une stratégie défensive avec une sensibilité taux proche de zéro et des durations crédit proches de 9 mois (contre 12 mois maximum) afin d'accompagner les mouvements de spreads à l'écartement. Nous attendons une normalisation progressive des niveaux de rémunération pour les mois à venir. En conséquence nous privilégions les investissements à 12 mois et les supports TCN plus résilients que les obligations à 24 mois.

Sur les fonds obligataires court terme, nous privilégions le segment haut rendement qui offre un portage plus protecteur que la catégorie Investment Grade. Nous sommes couverts sur les taux car le pricing de

remontée de taux dans la courbe EONIA nous semble trop défensif (retour de l'Eonia en territoire positif fin 2020). Nous attendons une dissipation du risque italien et une dynamique plus favorable sur le core CPI pour nous positionner en sensibilité négative. Enfin, les stratégies de Break Even conservent leur potentiel dans une dynamique de long terme.

Pour conclure, la phase de transition à venir comporte des risques et exigera de savoir ménager le « mark-to-market » négatif face au retour des primes sur le crédit. Néanmoins, la remontée des taux et la normalisation des spreads sur une bonne nouvelle à terme pour la classe d'actifs et nous attendons de ce fait, une remontée des performances sur 2019.