

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

23 avril 2018 /// n°2-2018

## Draghi a l'occasion de temporiser

### Points clés

- **La BCE et la BoJ se réunissent jeudi avant le FOMC la semaine prochaine**
- **Carney laisse planer le doute sur une hausse en mai**
- **Neutralité directionnelle sur les marchés de taux**
- **Les spreads périphériques continuent de se resserrer**
- **La dette émergente amortit la hausse des rendements américains**

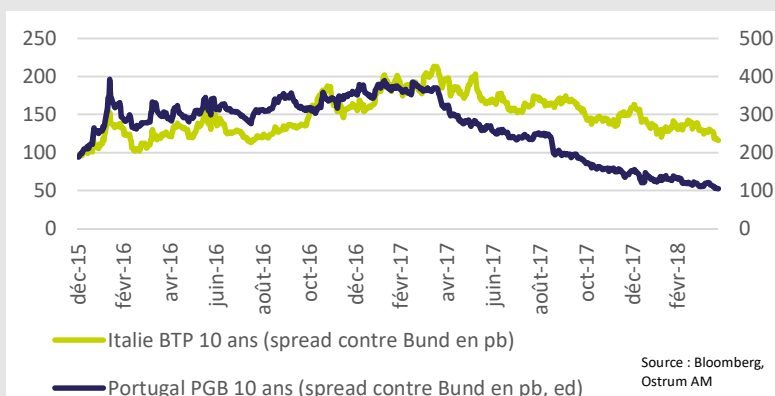
Les rendements obligataires des principaux marchés s'inscrivent en forte hausse. Le 10 ans américain (+15pb sur la semaine) tutoie les 3% et le Bund est repassé au-dessus de 0,60% après un point bas à 0,49% le 18 avril. Le Gilt a suivi malgré les propos de Mark Carney laissant planer le doute sur une hausse des taux en mai qui semblait acquise il y a quelques semaines. Le sterling accuse le coup (-2,5% sur la semaine). La hausse du pétrole (Brent à 74\$) engendre pourtant une augmentation des points morts d'inflation. L'or baisse malgré le redressement des anticipations d'inflation.

Les marchés d'actions sont bien orientés (+1,7% en Europe). Les spreads de crédit IG se réduisent d'1pb à 91pb contre Bund. Les swap spreads se resserrent

dans des proportions similaires. Les spreads périphériques poursuivent leur rétrécissement. Le fait que Moody's n'ait pas relevé la note du Portugal s'avère sans effet sur le spread du PGB 10 ans qui plonge de 7pb à 105pb. L'Espagne s'échange sous 70pb contre le Bund 10 ans. La surperformance du BTP continue (116pb). Quant au crédit souverain émergent, le spread turc se détend.

Sur le marché des changes, le dollar se renforce. L'euro cote 1,224\$ et le yen japonais se déprécie au-delà de 108 contre le billet vert. Le peso mexicain plonge de près de 4% en quelques séances.

### Le graphique de la semaine : rally des spreads périphériques



L'ensemble des dettes périphériques se resserre. Les sondages confirment l'appétit des investisseurs finaux pour les emprunts non-core.

La situation de blocage politique semble sans incidence sur la demande d'emprunts publics en Italie.

Parallèlement, alors qu'un relèvement de la note du Portugal par Moody's était largement attendu, le statu quo n'a pas inversé la tendance au resserrement.



## Neutralité avant la réunion de la BCE

Les rendements sans risque sont fortement remontés la semaine passée. Les positions spéculatives vendeuses de contrats dérivés se sont renforcées. Le T-note à 10 ans s'approche du seuil de 3%, ce qui nous semble est en ligne avec la valeur d'équilibre. Nos modèles indiquent en effet un point de référence à 3,03%. La hausse de 15pb du 10 ans américain semble en partie liée à la remontée du pétrole (+2\$). Le point mort d'inflation monte de 6pb sur la semaine écoulée. Le 2 ans s'échange au-delà de 2,40%.

La Fed procèdera sans doute à une nouvelle hausse des taux en juin malgré le ralentissement transitoire de la croissance sur les trois premiers mois de l'année. Le PIB du 1T18 devrait ressortir autour de 2%. Malgré une plus faible progression de la consommation privée, le solde extérieur se dégrade et retranchera environ 1pp à la croissance des Etats-Unis. L'investissement productif restera le moteur de l'économie et la reconstitution des stocks aura un impact favorable. Les comptes nationaux constitueront la principale statistique avant la prochaine réunion de la Fed prévue le 2 mai. Le statu quo sur les taux et la politique bilancielle est acquis mais il est possible que le communiqué pointe la hausse de l'inflation anticipée. Par ailleurs, les nominations vont s'accélérer au sein du Board de la Réserve Fédérale, dont quatre postes sont encore vacants. Richard Clarida devrait être nommé vice-président de la Fed et Michelle Bowman devrait occuper le rôle de gouverneur en charge de la régulation bancaire. En termes de stratégie, nous recommandons la neutralité directionnelle avec néanmoins un biais à l'aplatissement de la structure par terme des taux sur son segment 2-10 ans. Une cassure du niveau de 3,05% constituerait cependant un signal de vente.

La hausse des taux est plus prononcée aux Etats-Unis qu'en zone euro de sorte que le spread T-note-Bund s'échange aujourd'hui au plus haut historique. L'écart atteint 234pb contre une moyenne de 65pb depuis le début de la zone euro. L'élargissement de la prime américaine contribue en outre à stabiliser le dollar, fragilisé par les déséquilibres externes de l'économie américaine. La réunion de la BCE sera peut-être l'occasion pour Mario Draghi de temporiser à l'instar de Mark Carney, dont les déclarations en fin de semaine laissent présager un report de la hausse des taux envisagée en mai. La révision de l'inflation de la zone euro à 1,3%a en mars justifiera le statu quo. L'annonce de la fin du programme d'achats d'actifs de la BCE attendra le mois de juin. Ainsi, la prudence prévaut à court terme malgré les signaux techniques favorables à une poursuite du mouvement vers 0,71% sur le Bund, voire 1,18% à plus long terme. Le spread 2-10 ans reste cadré entre 107pb et 118pb. La pentification constitue le scénario le plus probable, mais cette stratégie apparaît trop coûteuse en termes de portage pour être mise en place dans les conditions actuelles.

Quant aux spreads souverains, le statu quo surprenant concernant la note du Portugal n'entame pas l'appétit des investisseurs pour les dettes périphériques. La balance des flux est très favorable avec les coupons et remboursements à venir d'OAT (28mds € le 25 avril) et de Bonos (21,7mds €). Le PGB portugais traite à 105pb et le BTP italien enfonce les 120pb. L'absence de gouvernement est sans doute la meilleure issue possible pour le marché compte tenu des forces politiques en présence.

L'inflation en baisse à 2,5%a (mars) réduit la probabilité d'une hausse du repo britannique en mai. Le répit pourrait s'avérer de courte durée. La réaction immédiate de la livre, passée d'1,44\$ à 1,39\$ en quatre séances, ravivera l'inflation importée. En outre, les coûts unitaires progressent de plus de 2% l'an, ce qui indique une persistance de l'inflation interne. Au-delà d'1,50% un biais haussier serait approprié sur le Gilt.

## Stabilité des spreads et des marchés d'actions

Les actions résistent à la hausse des taux et du pétrole. La surperformance européenne s'explique par la glissade de l'euro vers 1,22\$. La volatilité retrouve des niveaux bas et la baisse de l'or dépeint un environnement de faible aversion pour le risque. Les secteurs liés aux matières premières se distinguent. Les actions bancaires et du secteur de l'assurance profitent des taux plus élevés. Les performances des secteurs liés à la consommation non-cyclique sont en retrait sur une semaine. Le sentiment favorable à l'Italie visible dans le spread du BTP transparait aussi dans la performance du MIB en 2018 (+9%).

Sur le marché du crédit, l'action de la BCE maintient les spreads sous pression. Le CSPP compte pour près de 20% des flux nets d'achat désormais dans le programme de QE de la BCE. Le spread moyen ressort à 91pb contre Bund dans l'univers investment grade. Les financières accusent un léger retard de performance (+7pb sur les dettes subordonnées). Malgré l'affaiblissement des enquêtes conjoncturelles, les spreads du high yield évoluent peu autour de 300pb. Le taux de défaut reste bas et les notations se maintiennent. Les dettes d'agences gouvernementales profitent de l'engouement pour les emprunts publics espagnols et français.

Sur les marchés de dettes émergents, les spreads de crédit ont amorti la remontée du rendement américain. Le spread moyen de l'EMBI est stable sous le seuil de 300pb. La faiblesse du peso mexicain trouve un écho dans la prime de crédit. Le spread se situe autour de 245pb, soit 10pb au-dessus des plus bas de mars. Les prochaines élections et le risque protectionniste ont favorisé ces tendances. L'Ukraine est de nouveau sous pression (460pb). A l'inverse, la Turquie se resserre vers 300pb contre Treasuries et les marchés russes semblent se stabiliser au gré des déclarations américaines.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.55 %	+3	+6	+8
EUR Bunds 10a	0.64%	+11	+11	+21
EUR Bunds 2s10s	119 bp	+8	+5	+13
USD Treasuries 2a	2.47 %	+10	+22	+59
USD Treasuries 10a	2.98 %	+15	+17	+57
USD Treasuries 2s10s	50 bp	+6	-6	-2
GBP Gilt 10a	1.54 %	+8	+9	+35
JPY JGB 10a	0.07 %	+2	+4	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	21 bp	-2	-2	-15
Italie	116 bp	-12	-19	-43
Espagne	68 bp	-4	-7	-46
Inflation Points-morts (10a)	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	146 bp	+3	+5	+3
USD TIPS	219 bp	+5	+11	+20
GBP Gilt Indexés	305 bp	+2	-1	-1
EUR Indices Crédit	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	91 bp	-1	+0	+5
EUR Agences OAS	37 bp	-2	-2	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	40 bp	-1	+2	+0
EUR High Yield Pan-européen OAS	307 bp	+3	-5	+13
EUR/USD Indices CDS 5a	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	55 bp	+1	-6	+10
iTraxx Crossover	275 bp	+3	-16	+43
CDX IG	61 bp	+1	-7	+11
CDX High Yield	340 bp	+10	-15	+33
Marchés émergents	23-avr.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	297 bp	+1	+1	+12
Devises	23-avr.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.221	-1.17	-1.87	+1.72
GBP/USD	\$1.393	-2.48	-2.04	+3.11
USD/JPY	¥108.68	-1.59	-3.27	+3.69
Matières Premières	23-avr.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$74.4	\$3.0	\$4.6	\$8.6
Or	\$1 322.7	-\$24.2	-\$32.8	\$19.9
Indices Actions	23-avr.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 672	-0.23	3.22	-0.07
EuroStoxx 50	3 513	2.09	6.52	0.26
CAC 40	5 439	2.36	6.74	2.37
Nikkei 225	22 088	1.16	7.13	-2.97
Shanghai Composite	3 068	-1.37	-2.69	-7.23
VIX - Volatilité implicite	16.23	-1.99	-34.74	47.01

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## Rédaction



**AXEL BOTTE**  
**STRATÉGISTE OBLIGATAIRE**  
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 : 21 quai d'Austerlitz, 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](http://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