

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

1<sup>er</sup> octobre 2018 /// n°21-2018

## Italie : chronique d'une crise annoncée

### Points clés

- **Le déficit italien projeté semble incompatible avec une réduction de la dette**
- **Le BTP sous pression entraine les bancaires à la baisse**
- **La Fed élude la question du bilan en 2019**
- **Le Nikkei (+1.5%) profite du yen faible (114)**
- **L'accord commercial nord-américain profite au dollar canadien**

L'Italie demeure le risque majeur. Les budgets projetés pour 2019-2021 vont à l'encontre des engagements à consolider les finances publiques. Le spread italien se tend vers 275pb et les bancaires plongent. L'euro, intégrant ce risque politique, rechute sous 1,16\$. Le Bund fait figure de refuge et clôt la semaine sous 0,50%.

Aux Etats-Unis, Powell confirme la trajectoire haussière sur les taux jusqu'en 2020 mais évite toute communication sur sa politique bilancielle. Le T-note touche 3,10% avant de se détendre.

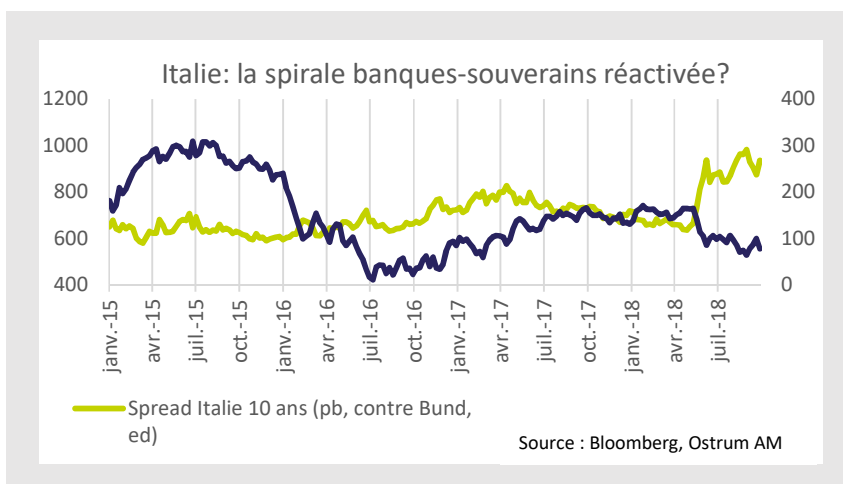
Les marchés actions sont sans tendance en Europe. L'énergie profite des prix de l'or noir. En Asie, les marchés profitent de la faiblesse de leurs devises

face au dollar. Le Nikkei reprend 1,5% alors que le dollar-yen étend son mouvement au-delà de 114. Les devises nord-américaines (CAD, MXN) profitent de la conclusion d'un accord commercial.

Les spreads de crédit investment grade s'affichent en légère hausse (+1pb). Les indices de CDS réagissent davantage (Fin Sub +8pb sur une semaine). Les obligations européennes notées high yield se resserrent de 5pb.

La dette émergente revient en grâce. Les flux finaux continuent de s'améliorer et le rebond des devises entraine une diminution des primes en dollars. L'EMBI cote sous 340pb.

### Le graphique de la semaine



Les projections budgétaires sont incompatibles avec une réduction de la dette publique.

Les spreads se sont tendus pour rejoindre le haut de leur fourchette récente.

L'exposition des banques, contrepartie des non-résidents vendeurs, aux BTPs a augmenté de près de 50mds € cette année. Le plongeon des valeurs bancaires italiennes témoigne du risque de spirale négative entre le risque souverain et le système bancaire.



## **L'Italie : chronique d'une crise annoncée**

Le risque politique italien est de nouveau au centre des préoccupations des investisseurs. Si les détails manquent à ce stade, le gouvernement a annoncé un accord sur un déficit de 2,4% de PIB pour la période 2019-2021. L'hypothèse de croissance du PIB italien retenue pour l'an prochain se situerait à 1,6%. Au-delà de l'optimisme récurrent des prévisions des gouvernements, cette projection fait craindre un dérapage significatif des finances publiques en cas de ralentissement. Les enquêtes conjoncturelles actuelles ne plaident pas en faveur d'un scénario de reprise. Le déficit public de l'an dernier se situait déjà à 2,4% du PIB, dont environ 0,5pp lié aux interventions de soutien au système bancaire. La dernière révision à la hausse de 0,1pp du déficit provient de dépenses plus élevées et de recettes inférieures aux premières estimations. L'Italie n'a donc aucune marge de manœuvre de sorte que le poids la dette ne sera pas réduit à court terme. Du côté des dépenses, le M5S de Luigi DiMaio a obtenu 10mds € pour le financement du revenu citoyen dès 2019. Le ministre des finances Giovanni Tria s'est aussi engagé sur un doublement de l'investissement public tombé à seulement 1,5% du PIB ces dernières années. L'état préoccupant des infrastructures requiert évidemment un effort immédiat. Sans hausse de la TVA, il est difficile de prévoir un redressement des recettes.

Sur le marché, le spread (285pb, proche des sommets du mois d'août) s'est logiquement tendu. La démission possible de Tria, une fois voté le budget, ne fait qu'alimenter la volatilité. La dégradation de la note italienne paraît chose certaine désormais. Cela devrait affecter les conditions de repo sur les BTPs. Dans ce contexte, nous continuons de sous-pondérer les titres italiens. Le Bund bénéficie de la recherche de sécurité. L'emprunt allemand à 10 ans s'est apprécié contre swap (+2pb) et s'échange de nouveau sous 0,50%. Mario Draghi avait pourtant engendré des ventes de contrats Bund en début de semaine en évoquant la possibilité d'une hausse 'robuste' de l'inflation sous-jacente. Les données de septembre ont à l'inverse montré une chute à 0,9%a de l'indice des prix hors éléments volatiles. Les emprunts indexés sont toutefois protégés par l'amélioration saisonnière du portage d'inflation et la hausse du brut. Cela limite le risque haussier à court terme alors que les cours sont revenus dans la fourchette 0,30-0,50%. La valeur d'équilibre se situe à 0,43% selon nos estimations.

Le risque budgétaire italien pèse sur les actions bancaires. Les actions bancaires italiennes perdaient 8% en séance vendredi. Les titres de dette subordonnés refluent parallèlement. Les flux vendeurs de BTPs des investisseurs non-résidents depuis la formation du gouvernement M5S-Lega ont été absorbés par les banques locales. Leur exposition aux emprunts publics italiens a augmenté de près de 50mds € en 2018, d'où une accentuation du risque de

spirale baissière entre les banques et le souverain. De manière générale, les actifs en euros subissent le risque politique. La baisse de l'euro est concomitante avec celles des marchés d'actions. Le secteur automobile était aussi sous pression, celui du transport et de la chimie également sur fond de rebond des prix du pétrole.

## **Fed : le curieux silence de Powell sur le bilan**

Aux Etats-Unis, Jerome Powell a relevé les taux comme attendu mais n'a rien dévoilé de sa politique bilanciale au-delà de 2018. C'est pourtant l'enjeu le plus important. Les Treasuries détenus par la Fed s'amortiront au rythme de 30mds \$ par mois au 4T18. Si ce cap est maintenu, les réinvestissements s'arrêteront dès janvier 2019. Par ailleurs, les remboursements de MBS étant désormais inférieurs au minimum de 20mds \$ pour réinvestir, la Fed n'intervient plus sur ce marché. Quant aux perspectives de taux, trois hausses semblent se dessiner en 2019 avant un dernier mouvement l'année suivante. Une première baisse des Fed Funds est envisagée en 2021. Dans ce contexte, le positionnement spéculatif fortement vendeur s'est réduit pour ramener le 10 ans vers 3,05%. Cela étant, sur l'ensemble de la semaine, le marché est sans tendance et proche de l'équilibre. L'absence de réelles surprises dans le communiqué de la Fed maintient la volatilité à un niveau bas. La neutralité directionnelle est privilégiée. Toutefois, le spread 10-30ans conserve un potentiel de pentification.

L'environnement de croissance forte (3-3,5%Ta entre juillet et septembre) constitue un soutien pour les actions américaines. Sur le plan sectoriel, la platitude de la courbe des taux contraint les financières. La hausse du pétrole bénéficie au secteur de l'énergie malgré les problèmes de capacités limitant l'offre texane de brut. Enfin, la technologie continue de tirer la cote. Le crédit en USD subit en revanche quelques flux vendeurs, notamment sur les notations high yield.

## **L'euro rechute, l'accord nord-américain profite au CAD et au MXN**

Sur le marché des changes, la tentative de rebond de l'euro vers 1,18\$ s'est heurtée aux développements italiens. Les comptes spéculatifs sont pourtant largement vendeurs d'euro-dollars, ce qui devait favoriser un redressement. Draghi a semblé vouloir soutenir la devise en insistant sur le retour de l'inflation. Le yen est en revanche très faible alors même que le rendement des JGBs remonte. Le dollar-yen a passé le seuil de 114. L'inclusion du Canada dans l'accord commercial Etats-Unis-Mexique se traduit par une appréciation du CAD. La BoC pourra reprendre son cycle de hausses de taux d'intérêt. Enfin, les devises émergentes (TRY, BRL) marquent un rebond. Les spreads de dettes externes se resserrent logiquement.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.54 %	-3	+6	+9
EUR Bunds 10a	0.47%	-4	+15	+4
EUR Bunds 2s10s	101 bp	-1	+8	-4
USD Treasuries 2a	2.82 %	+0	+19	+94
USD Treasuries 10a	3.07 %	-2	+21	+67
USD Treasuries 2s10s	25 bp	-2	+2	-27
GBP Gilt 10a	1.59 %	-3	+16	+40
JPY JGB 10a	0.14 %	+0	+3	+9
EUR Spreads Souverains (10a)	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	35 bp	+3	0	0
Italie	283 bp	+39	-8	+124
Espagne	106 bp	+4	-9	-8
Inflation Points-morts (10a)	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	141 bp	+1	+2	-2
USD TIPS	214 bp	-2	+5	+16
GBP Gilt Indexés	322 bp	+4	+17	+16
EUR Indices Crédit	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	114 bp	+1	-2	+28
EUR Agences OAS	50 bp	+2	+1	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	+1	-1	+10
EUR High Yield Pan-européen OAS	346 bp	+0	-4	+52
EUR/USD Indices CDS 5a	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	67 bp	-2	-1	+23
iTraxx Crossover	273 bp	+2	-25	+40
CDX IG	59 bp	-3	-1	+10
CDX High Yield	332 bp	+13	+2	+24
Marchés émergents	1-oct.-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	335 bp	-8	-20	+50
Devises	1-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.157	-1.7	-0.39	-3.61
GBP/USD	\$1.304	-0.99	+1.22	-3.52
USD/JPY	¥113.98	-0.93	-2.53	-1.13
Matières Premières	1-oct.-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$84.3	\$3.8	\$6.9	\$20.7
Or	\$1 188.3	-\$12.8	-\$13.1	-\$114.6
Indices Actions	1-oct.-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 929	0.31	0.93	9.53
EuroStoxx 50	3 414	0.11	0.63	-2.56
CAC 40	5 507	0.56	1.85	3.66
Nikkei 225	24 246	1.57	6.04	6.50
Shanghai Composite	2 821	3.37	3.53	-14.69
VIX - Volatilité implicite	11.87	-2.70	-7.70	7.52

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](http://www.ostrum.com)

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

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](http://www.ostrum.com)