

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 5 MARS /// N°7-2018

Document destiné aux clients professionnels

Les marchés sans réaction après le choc politique en Italie

Points clés

- Réaction limitée des marchés au résultat des élections italiennes
- Le Bund et le T-note proches de leurs valeurs d'équilibre
- BCE, BoJ : statu quo attendu cette semaine
- Neutralité directionnelle sur les taux
- Préférer l'Espagne et le Portugal à l'Italie

Les taux européens sans risque ont diminué légèrement en réaction aux résultats des élections italiennes marquées par la poussée des partis de l'extrême-droite.

Le Bund se traite autour de 0,65-0,70%. En parallèle, le spread du BTP s'élargit de quelque 3pb à 140pb mais ce mouvement s'opère sans contagion aux autres actifs risqués. L'interventionnisme de la BCE a sans doute découragé les vendeurs. La bourse italienne décroche alors que les autres places européennes sont en hausse. Aux États-Unis, Jerome Powell semble garder le cap d'un resserrement mesuré. La politique bilancielle suit son cours et les taux augmenteront graduellement. La courbe s'aplatit à la marge. La surperformance du Gilt dénote d'autant que les publications économiques britanniques dépeignent une économie résiliente dans un climat incertain.

Les spreads de crédit s'écartent modérément de l'ordre de 3pb sur l'investissement grade européen. Le high yield est inchangé cette semaine à 307pb prolongeant ainsi un mois de sous-performance. Enfin, le spread moyen sur la dette externe émergente se situe à 290pb.

Quant au marché des changes, le dollar se renforce contre l'ensemble des devises à

l'exception du yen. Le taux de change dollar-yen cote 106. L'euro-dollar est stable à 1,23\$.

Incertitude politique en Italie

Les élections italiennes ont comme attendu débouché sur une situation de blocage politique. Les résultats partiels laissent entrevoir toutefois un équilibre peu favorable à la stabilité sur les marchés financiers. Le Mouvement 5 étoiles recueille 32% des voix, le Parti démocrate apparaît très faible (5 points en dessous des derniers sondages). La coalition de droite (36%) est dominée par les partis d'extrême-droite dont la Lega. Ainsi, les partis populistes et eurosceptiques s'avèrent plus forts qu'attendu. Cela étant, aucune coalition n'est en mesure de gouverner. Une nouvelle période d'incertitude s'ouvre en Italie. Des semaines voire des mois de discussions seront nécessaires pour composer un gouvernement. Une alliance Mouvement 5 étoiles – extrême droite semble improbable à ce stade. Une coalition au centre est mathématiquement impossible. Le gouvernement de Paolo Gentiloni continuera donc de gérer les affaires courantes le temps des négociations. En absence d'accord, de nouvelles élections serait tenue à terme. Le scénario le plus probable reste sans doute une coalition de droite mais elle nécessite l'abstention de la gauche lors des prochains votes de confiance au Parlement.

BCE : la communication changera... en juin

La politique de la BCE ne devrait pas être modifiée cette semaine. Les prévisions de croissance pour 2018 seront probablement arrondies à la hausse. Les dernières enquêtes de conjoncture indiquent en effet le maintien d'une croissance au-dessus du potentiel. Le fléchissement du PMI composite italien est toutefois à relever. Mario Draghi ignorera volontairement la question italienne. Il est trop tôt pour envisager un changement de communication annonciateur de la fin du programme d'achats dès septembre 2018. Par ailleurs, le profil prévisible de l'inflation

compliquera la communication de la fin de la politique non-conventionnelle. La politique de taux ne sera évoquée qu'en fin d'année en vue d'un premier relèvement en 2019.

De même, la Banque du Japon ne devrait pas amender sa politique monétaire. La reconduction probable de Kuroda au poste de gouverneur qui sera associé à deux adjoints favorables à une politique accommodante est un gage de continuité. Le ciblage des taux a permis la réduction du montant d'achat nécessaire à la prolongation de la création de monnaie.

Neutralité directionnelle sur les marchés de taux

Les principaux marchés de taux semblent proches de leurs valeurs d'équilibre. Le 10 ans américain tutoie les 2,90% (équilibre à 2,94%) et le Bund cote à des niveaux proches de la valeur issue de nos modèles de valorisations (0,70%). Le contexte de croissance est bien intégré par les intervenants et la politique monétaire reste relativement lisible. On note un redressement des flux finaux vers les Treasuries au détriment du high yield et du crédit américain, et à un degré moindre les emprunts indexés. La remontée des rendements sans risque et la correction des actions engendrent des mouvements d'allocation d'actifs.

Aux États-Unis, Jerome Powell s'inscrit dans la continuité de Yellen sur l'essentiel, c'est-à-dire la politique bilancielle. Les taux monteront à trois, voire quatre, reprises cette année. Cependant, le resserrement prévu pour 2019 est modeste à ce stade. En zone euro, Mario Draghi retardera l'échéance de l'annonce de la fin d'une politique quantitative. La neutralité prévaut sur les marchés de taux majeurs. L'aplatissement de la courbe des taux s'est interrompu de sorte que le spread 2-10 ans américain cote 64pb. Le spread 10-30 ans reste réduit sous le seuil de 30pb. Nous recommandons la neutralité sur les paris de courbe.

Le comportement du Gilt est plus difficile à appréhender. La décélération de l'économie est modeste mais le rendement à 10 ans a surperformé les principaux marchés la semaine passée. Il est possible que la nette amélioration du solde budgétaire ait favorisé la diminution des rendements obligataires britanniques vers 1,50%. Nous restons

cependant vendeurs de Gilt, en termes absolu et contre Allemagne. Malgré un rendement du Gilt plus élevé, la stratégie exposée à l'écartement du spread mise en œuvre via des contrats à terme offre un portage positif (lié au financement de l'achat du Bund).

Effet très modeste des élections italiennes sur les spreads souverains

Le programme d'achats d'actifs de la BCE maintient des quantités colossales d'actifs hors des marchés financiers. Certes une facilité de prêts de titres (y compris contre trésorerie) a été mise en œuvre mais l'équilibre du marché obligataire est durablement modifié. C'est sans doute pour cette raison que la réaction aux événements politiques s'amortit au cours du temps. Le spread italien s'est ainsi brièvement tendu vers 140pb avant de revenir sous ce seuil. Les spreads sur la dette de l'Espagne ou du Portugal se sont élargis mais ont ensuite rapidement repris le chemin de la baisse. Nous restons cependant prudents sur la dette italienne dont la notation sera revue mi-mars par deux agences dont Moody's pour qui les perspectives sont négatives. Le risque d'un déclassement est significatif compte tenu des incertitudes politiques. En revanche, nous sommes surexposés aux dettes espagnoles et portugaises. Les emprunts des pays core n'offrent en revanche que peu de valeur relative face au Bund. La stabilité du spread de l'OAT (proche de 25pb) est cependant remarquable depuis plusieurs mois.

Prises de profit sur le crédit

Sur les marchés du crédit, la correction des actions aura eu un effet retardé sur les spreads. L'investissement grade européen s'échange autour de 84pb, soit un élargissement d'environ 5pb depuis un mois. Les flux vendeurs sur les ETFs spécialisés en crédit libellé en euro sont d'ampleur comparable aux sorties observées avant les élections françaises de 2017. Le high yield européen se tend également de 7pb sur la semaine. Le spread reste sans doute insuffisant à 307pb et nous jugeons les valorisations toujours peu attrayantes sur le crédit spéculatif. On observe des prises de profit d'investisseurs finaux sur ce marché depuis quelques semaines.

A l'instar du crédit, la dette émergente a connu des flux vendeurs au cours des dernières semaines. Le spread moyen de la dette externe en dollars se maintient autour de 290pb.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	6-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.54 %	-1	+3	+9
EUR Bunds 10 ans	0.69 %	+1	-1	+26
EUR Bunds 30 ans	1.34 %	+2	0	+8
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	122 pdb	+2	-4	+17
USD Treasuries 2 ans	2.24 %	-2	+14	+36
USD Treasuries 10 ans	2.88 %	-1	+8	+48
USD Treasuries 30 ans	3.14 %	-1	+8	+40
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	64 pdb	+0	-6	+11
GBP Gilt 10 ans	1.54 %	-2	+2	+35
JGB 10 ans	0.06 %	+1	-2	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	6-mars-18	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	25 pdb	-2	-1	-10
Belgique	28 pdb	-1	+0	+7
Italie	131 pdb	-2	+1	-28
Espagne	80 pdb	-9	+6	-34
Portugal	123 pdb	-11	-14	-29
Points Morts d'Inflation (10 ans)	6-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	144 pdb	-4	-3	+1
USD TIPS	214 pdb	+1	+3	+16
GBP Gilt Indexé	309 pdb	+0	-9	+3
Swap Spreads (10 ans)	6-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	43 pdb	0	+4	-4
USD Swap Spread	1 pdb	-1	-2	+2
Indices Crédit (BarCap)	6-mars-18	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	84 pdb	+5	+11	-2
EUR Financières OAS	92 pdb	+5	+13	+1
EUR Agences OAS	39 pdb	+0	+3	+1
EUR Securitized - Covered OAS	38 pdb	+0	+5	-1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	307 pdb	+7	+31	+13
Devises	6-mars-18	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.241 \$	+1.29	+0.12	+3.34
GBP/USD	1.391 \$	-0.14	-0.37	+2.9
USD/JPY	106.12 ¥	+1.19	+3.05	+6.19

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	=
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	=
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	=
USD Treasuries 10 ans	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	=
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	-1
Pays-Bas vs. Allemagne	=
Belgique vs. Allemagne	=
Espagne vs. Allemagne	=
Italie vs. Allemagne	-1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	= / +1

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de durée ou pentification
Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.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 de Natixis Asset Management.