

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

9 avril 2018 /// n°1-2018

Les tensions internationales s'accroissent

Points clés

- Divergence des volatilités taux et actions aux Etats-Unis
- Biais acheteur tactique sur le T-note, neutralité sur le Bund
- Ecartement des spreads périphériques après les adjudications espagnoles
- Stabilité des spreads de crédit IG et high yield
- Spreads émergents sous 300pb malgré les tensions internationales

Le S&P 500 abandonne 1,4% sur la semaine écoulée. L'Europe fait mieux grâce au repli de l'euro sous 1,23\$. Les annonces de mesures protectionnistes engendrent une volatilité accrue sur les actions. Les effets de report vers l'actif sans risque sont néanmoins limités. L'or chute de 11\$. Le T-note revient vers 2,80% soit une hausse de 6pb sur la semaine. La courbe des taux s'est même légèrement pentifiée (+3pb). Le Gilt (1,41%) suit la remontée des rendements américains.

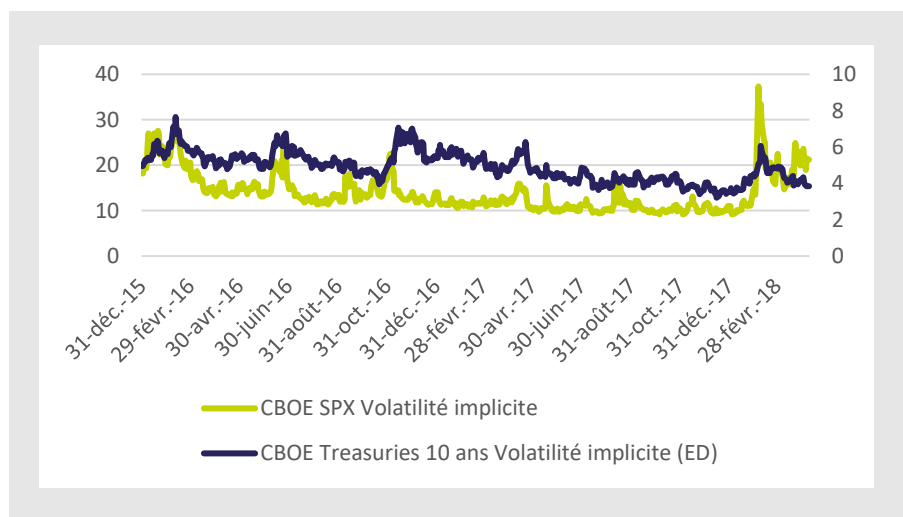
En zone euro, le Bund est stable autour de 0,50%. Les émissions d'emprunts à long terme en Espagne et en France ont provoqué des prises de profits sur

les marchés périphériques. Les Bonos à 10 ans se traitent 74pb au-dessus du Bund.

Les spreads du crédit sont globalement inchangés sur la semaine malgré la volatilité des actions. L'indice de CDS iTraxx se resserre de 2pb à 57pb et les marchés obligataires privés sont sans direction. Le high yield européen s'affiche à 326pb par rapport au Bund.

Sur les marchés émergents, le spread moyen sur la dette externe revient sous le seuil de 300pb. Le réal brésilien se déprécie néanmoins de près de 2% en raison de la situation politique.

Le graphique de la semaine



Depuis les turbulences boursières de janvier, la volatilité implicite des actions est restée élevée au-delà de 20%.

A l'inverse, la volatilité des taux est rapidement retombée vers les niveaux historiquement bas de 2017.

Cette configuration pourrait inciter les gérants allocataires à vendre des actions au profit des marchés de taux.

Biais positif sur le T-note

Le marché de taux américain a peu réagi à la forte baisse des actions en fin de séance vendredi. Les mesures protectionnistes annoncées sont néfastes à l'activité mais aussi inflationnistes. La dynamique de l'inflation justifie de réduire le soutien monétaire. La Fed n'a aucune raison d'infléchir la trajectoire des taux d'intérêt si la politique extérieure de l'Administration Trump engendre un surcroît de tensions sur les prix. Dans le secteur manufacturier, les délais de livraison s'allongent et les prix des matières premières sont orientés à la hausse. La Fed ne peut rester insensible aux contraintes pesant sur l'offre. En effet, au voisinage du plein emploi (chômage à 4,1%), une politique expansionniste bénéficie en premier lieu au reste du monde. Un excès de demande interne tend à accentuer les déséquilibres extérieurs, ce qui nécessite de resserrer les conditions financières. Selon nos modèles, la valeur d'équilibre du 10 ans américain s'établit juste au-dessus de 3%. Sur les marchés, le consensus baissier se maintient sur le T-note. Les positions spéculatives vendeuses sont très importantes. Paradoxalement, le positionnement vendeur empêche une nouvelle vague haussière sur les taux. En outre, les gestions de type risk-parity sont encouragées à réallouer sur les obligations au détriment des actions. Les flux finaux restent ainsi favorables au marché des Treasuries. Une position acheteuse sur le T-note reste appropriée. Un biais à l'aplatissement de la courbe paraît justifié par les perspectives de hausses de taux.

Neutralité sur le Bund

En zone euro, le Bund à 10 ans traite autour de 0,50%. La valeur d'équilibre est plus élevée selon nos estimations (0,65%) mais les réinvestissements prévus pour avril-mai du portefeuille de la BCE limitent le potentiel de remontée des taux d'intérêt à court terme. La réduction des achats nets d'emprunts publics en mars (1,1md € à 20,7md €) est en effet marginale par rapport aux montants à réinvestir (22,6md € en avril contre moins de 4md € en mars). La plupart des enquêtes de conjoncture suggèrent que le sommet du cycle économique en zone euro est désormais derrière nous. Cela constitue un élément de soutien supplémentaire pour les marchés des taux. Le spread vis-à-vis du T-Note tutoie de nouveau les 230pb. En termes de sensibilité au taux euro, nous retenons la neutralité. Les risques haussiers et baissiers semblent s'équilibrer sur les spreads de courbe 2-10 ans et 10-30 ans. Les paris de courbe sont neutralisés. Le portage associé aux stratégies d'aplatissement demeure cependant attractif en zone euro. Les perspectives de hausses des taux en 2019 combinées au réinvestissement des tombées favorisent également une dynamique d'aplatissement.

Les émissions de dettes espagnoles et françaises (jeudi dernier) ont provoqué un écartement des primes. Le resserrement brutal des spreads (66pb à 10 ans au

plus bas sur le Bono) en amont de ces transactions a suscité des prises de profit jeudi dernier, d'autant que le Trésor espagnol a emprunté davantage que prévu sur sa ligne de 30 ans. La surperformance du BTP italien est à rapprocher de la situation de blocage politique... qui empêche la constitution d'un gouvernement hostile à l'euro et au maintien de la discipline budgétaire. Le BTP offre une profondeur de marché supérieure aux autres dettes périphériques et un spread plus élevé à 127pb sur l'échéance 10 ans. Par ailleurs, l'élargissement du PGB à 10 ans (120pb) offre une opportunité avant le probable relèvement de la note du pays par Moody's le 20 avril prochain. En cas d'amélioration de la note, le Portugal sera noté investment grade par les trois principales agences.

Les spreads sur les emprunts des pays core sont trop faibles pour anticiper un resserrement significatif. Le Bund offre un meilleur couple rendement liquidité que les dettes néerlandaises ou finlandaises. Les émissions autrichiennes constitueront un nouveau test cette semaine de l'appétence du marché pour les emprunts longs. La neutralité sur l'OAT (24pb à 10 ans) reflète davantage le calendrier de remboursement favorable en avril.

Les spreads de crédit sans tendance

La BCE n'a pas été très active la semaine passée compte tenu du weekend de Pâques. Le spread moyen de l'investment grade contre Bund ressort à 95pb. Les dettes financières ont légèrement surperformé avec une réduction modeste de 2pb des spreads. Il y a peu de disparités sectorielles sur le marché du crédit européen : le fort rebond des actions du secteur de l'énergie (+3,9% sur 5 jours) ou des télécoms ne trouvent pas d'échos sur les spreads. Les achats nets d'obligations au titre du CSPP représentent cependant plus de 6,4md € sur le mois de mars. La dérive du programme d'achats d'actifs favorable aux obligations privées se confirme. Il s'agit peut-être d'une politique délibérée destinée à empêcher la transmission de la volatilité des actions au crédit. Ainsi, la volatilité des indices synthétiques est restée contenue. L'iTraxx IG se maintient sous le seuil de 60pb, à environ 15 de points de base des plus niveaux les plus serrés de 2017. Les marchés les mieux notés comme les dettes d'agences ou les covered bonds (obligations sécurisées) ne bougent pas. Les spreads sont proches de 40pb contre Bund. Le high yield se stabilise (326pb) mais l'activité reprend sur le marché primaire.

Le resserrement des spreads émergents s'est interrompu. Les tensions internationales liées ou non au protectionnisme américain (sanctions envers la Russie) ont contribué à un élargissement des primes concomitant avec la baisse des actions américaines de vendredi. Des situations spécifiques ont aussi engendré la volatilité comme la situation politique au Brésil. Le spread moyen sur la dette externe en dollars se situe sous 300pb.

Marchés financiers

G4 Government Bonds	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR Bunds 2y	-0.58 %	+2	-3	+5
EUR Bunds 10y	0.50%	+1	-14	+8
EUR Bunds 2s10s	109 bp	-1	-12	+3
USD Treasuries 2y	2.29 %	+4	+3	+41
USD Treasuries 10y	2.8 %	+7	-9	+40
USD Treasuries 2s10s	51 bp	+3	-13	-1
GBP Gilt 10y	1.41 %	+6	-9	+22
JPY JGB 10y	0.04 %	-1	-1	-1
€ Sovereign Spreads (10y)	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
France	23 bp	+1	-1	-12
Italy	127 bp	-2	-10	-32
Spain	73 bp	+7	-5	-41
Inflation Break-evens (10y)	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR OATi	142 bp	+0	0	-2
USD TIPS	209 bp	+3	-4	+11
GBP Gilt Index-Linked	307 bp	0	-1	+1
EUR Credit Indices	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
EUR Corporate Credit OAS	95 bp	+0	+13	+9
EUR Agencies OAS	40 bp	+0	+2	+2
EUR Securitized - Covered OAS	40 bp	0	+3	+0
EUR Pan-European High Yield OAS	326 bp	+0	+25	+32
EUR/USD CDS Indices 5y	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
iTraxx IG	58 bp	-2	+7	+13
iTraxx Crossover	283 bp	-1	+29	+51
CDX IG	65 bp	-3	+10	+16
CDX High Yield	359 bp	-10	+32	+52
Emerging Markets	09-Apr-18	-1w k (bp)	-1m (bp)	Ytd (bp)
JPM EMBI Global Div. Spread	296 bp	-7	+10	+11
Currencies	09-Apr-18	-1w k (%)	-1m (%)	Ytd (%)
EUR/USD	\$1.232	+0.19	+0.08	+2.6
GBP/USD	\$1.413	+0.71	+2.05	+4.6
USD/JPY	¥107.07	-0.98	-0.23	+5.25
Commodity Futures	09-Apr-18	-1w k (\$)	-1m (\$)	Ytd (\$)
Crude Brent	\$68.4	\$0.8	\$3.2	\$2.6
Gold	\$1 333.5	-\$5.9	\$9.5	\$30.7
Equity Market Indices	09-Apr-18	-1w k (%)	-1m (%)	Ytd (%)
S&P 500	2 641	2.53	-5.00	-0.99
EuroStoxx 50	3 415	1.59	-0.17	-2.54
CAC 40	5 263	1.86	-0.21	-0.93
Nikkei 225	21 678	1.35	0.97	-4.77
Shanghai Composite	3 138	-0.70	-3.64	-5.11
VIX - Implied Volatility Index	20.56	-13.84	39.00	84.33

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 : 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

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