

# STRATÉGIE **HEBDO**

Document destiné aux clients professionnels

7 mai 2018 /// n°4-2018

## Les marchés suspendus à la situation iranienne

### Points clés

- **Les Etats-Unis menacent de sortir de l'accord sur le nucléaire iranien**
- **Le pétrole remonte à 70\$ (WTI)**
- **Le FOMC tolèrera un surcroît d'inflation à l'instar de la BoE**
- **Neutralité sur les taux**
- **Ecartement des spreads de crédit (financières) et sur les émergents**

Les Etats-Unis menacent de sortir de l'accord sur le nucléaire iranien le 12 mai prochain. Les tensions internationales continuent de soutenir les cours du brut (WTI à 70\$) et le dollar américain. Le message du FOMC était pourtant résolument accommodant. La « symétrie » de l'objectif d'inflation est désormais invoquée pour justifier de ne pas surréagir à l'accélération des prix attendue jusqu'à l'été.

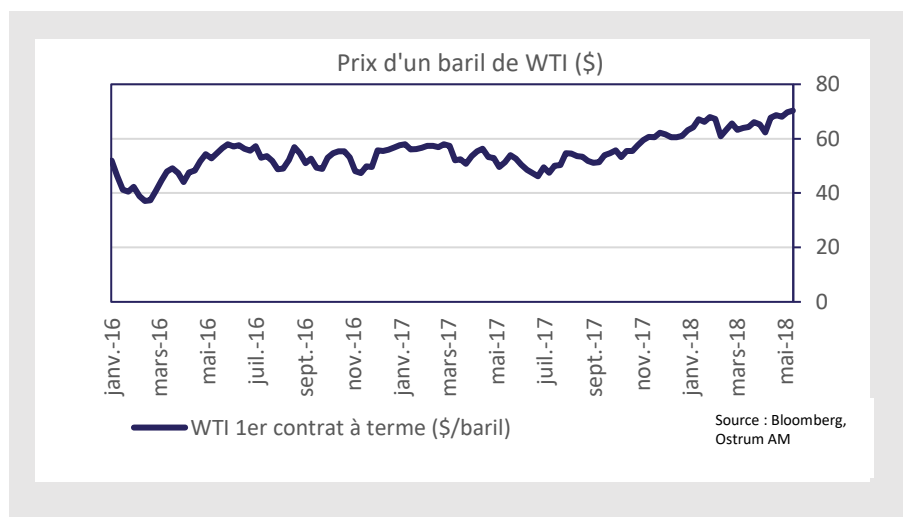
Toutefois, les taux (Bund, Treasuries) ainsi que d'autres marqueurs de l'aversion au risque évoluent peu. La volatilité est basse et les swap spreads sans tendance. Les actions sont stables. La sous-performance du S&P reflète en premier lieu la hausse du dollar, les publications de résultats étant

bien orientées. Le crédit IG euro s'échange à 94pb au-dessus du Bund (+2pb).

Certains segments du crédit tels les dettes financières subordonnées subissent toutefois des pressions vendeuses. Le high yield cote désormais 316pb contre Bund, après une hausse de 12pb en cinq séances. Les spreads de dette externe émergente s'écartent de 22pb sur une semaine.

Sur le marché des changes, la faiblesse de l'euro (1,19\$) et du sterling (1,35\$) s'amplifient en amont d'un statu quo probable lors du MPC prévu le 10 mai. Par ailleurs, le réal brésilien et le peso mexicain perdent 2% sur la semaine.

### Le graphique de la semaine



Le prix du pétrole subit des pressions haussières alimentées par les tensions au Proche-Orient et la prochaine décision des Etats-Unis sur le nucléaire iranien.

La production de l'Iran s'élève à 3,8mn de barils par jour. La risque d'une rechute de l'offre se chiffre à environ 1mn de barils par jour.

La réponse de l'Arabie Saoudite et des producteurs américains sera primordiale pour équilibrer le marché.

## Les marchés suspendus à la décision de Trump sur l'Iran

La situation au Proche-Orient aurait pu conduire à davantage de prudence de la part des investisseurs avant le probable retrait américain de l'accord conclu avec l'Iran. La décision interviendra le 12 mai. L'Iran réagira sans doute en réduisant l'offre pétrolière. La production perdue pourrait alors atteindre 1mn de barils par jour.

La hausse des prix du pétrole (Brent 74\$) réactive la taxe inflationniste défavorable aux pays importateurs au moment où le ralentissement s'installe, notamment en zone euro. Le fléchissement des enquêtes observé depuis quelques mois se traduit par une croissance de 0,4%T en zone euro sur les trois premiers mois de l'année. La croissance est moitié moindre par rapport au second semestre de 2017. Par ailleurs, si Peter Praet (BCE) souligne les progrès réalisés sur le front de l'inflation, la hausse des prix atteint seulement 0,7%a en avril hors éléments volatiles. Certes, les effets saisonniers liés à la date de Pâques influent sur les prix des services mais l'inflation reste globalement inerte en zone euro. Les points morts des emprunts indexés n'ont d'ailleurs pas réagi à la hausse du brut en euros. Cette situation confère un soutien au marché de taux. Le Bund se maintient sous 0,55% dans un léger mouvement d'aplatissement (-3pb sur le spread 2-10a). Ces niveaux de taux nous paraissent toujours inférieurs à l'équilibre que nous situons à 0,66%. La situation politique italienne s'est traduite par un léger élargissement des primes souveraines périphériques. L'hypothèse d'élections anticipées en juin évoquée par le M5S (probablement sans issue) a été balayée sèchement par le Président italien insistant sur la nécessité de former rapidement un gouvernement et de voter un budget pour l'exercice 2019. La sous-performance du BTP se limite néanmoins à +3pb (spread à 10 ans de 125pb) mais entraîne un mouvement similaire en Espagne (75pb) et au Portugal (116pb). Les spreads de ces pays restent les seules susceptibles d'apporter de la performance et il convient de maintenir une surexposition. L'absence de consolidation budgétaire en France pourrait redevenir une source d'inquiétude. La France est le seul pays de la zone euro dont le ratio de dette sur PIB se dégrade sur un an. L'OAT à 10 ans sous 25pb n'offre aucune valeur.

Aux Etats-Unis, le rendement du 10 ans américain (2,95%) semble tiré à la baisse par le Bund et les arbitrages entretenant l'inertie du spread autour de 240pb. Cela étant, les niveaux actuels sont très proches de la valeur d'équilibre estimée. Le FOMC n'a pas chamboulé cet équilibre. Le communiqué de la Fed insiste désormais sur le caractère symétrique de la cible d'inflation. Il s'agit d'éviter un emballement des anticipations de taux d'intérêt alors que l'inflation accélère et que le chômage est passé sous 4%. Le dernier chiffre d'emploi (168k nouveaux emplois privés) est suffisant pour absorber la hausse récurrente de la

population active. Le gradualisme de la Fed, incohérent avec le mandat de l'institution, peut se comprendre au vu de la taille des risques (taux, crédit) portés par la Banque. A ce stade, la neutralité directionnelle est maintenue sur le T-note. Le Trésor américain a relevé la taille des émissions prévues jusqu'en juillet. Les emprunts à 2 et 3 ans seront relevés de 3 mds \$ au total contre 1md \$ sur les maturités plus longues. Un biais à l'aplatissement (spread 2-10 a à 45pb) semble toujours approprié malgré le portage total négatif de cette stratégie.

Le Gilt (1,40%) est soutenu par le statu quo monétaire attendu cette semaine. Le rétropédalage de la BoE sera sans doute justifié par la décélération de l'inflation. Or, depuis la communication de Mark Carney, la livre a décroché de 9 points à 1,35\$. Le répit sera de courte durée dans une économie où les coûts unitaires progressent au-delà de 2% l'an.

## Le crédit sous-performe malgré la stabilité des actions

Les marchés du crédit affichent un légère sous-performance face au Bund ou au T-note sur la semaine écoulée. L'élargissement se limite à 4pb aux Etats-Unis et 2pb en zone euro. Les financières européennes sont toutefois davantage vendues, en particulier les titres subordonnés. L'indice iTraxx des CDS de financières subordonnées s'élargit de 10pb en cinq séances à 124pb. Cette sous-performance du crédit ne trouve pas d'écho sur les marchés d'actions en hausse de 0,5% sur la semaine. Le glissement de l'euro-dollar vers 1,19\$ protège les actions européennes malgré une saison des résultats médiocres. La plupart des secteurs à l'exception des matières premières et des services publics enregistre des ventes et des bénéfices en baisse. A l'inverse aux Etats-Unis, l'effet du change sur les cours boursiers efface aussi les bons résultats des sociétés américaines.

## Hausse des spreads émergents

Les spreads sur la dette émergente libellés en dollars se sont écartés vers 330pb en moyenne. Les premiers écartements sporadiques limités à quelques pays ont laissé place à un mouvement plus global depuis le début du mois de mai. Les mouvements de spreads depuis fin avril apparaissent proportionnels aux niveaux des spreads. L'effet « beta » semble prédominant.

Du fait de sa liquidité, le peso mexicain fait figure de baromètre de l'aversion au risque émergent. Outre l'effet des développements locaux, son plongeon au-delà de 19 pesos pour un dollar traduit en partie ce sentiment défavorable. Les flux vendeurs rapportés par les ETFs sont néanmoins faibles et le besoin de refinancement en dollars des émetteurs souverains est quasi-inexistant en 2018. La situation des émetteurs privés est plus tendue. Les Bonos mexicains se traitent au-delà de 270pb et la dette brésilienne s'échange à 250pb du T-Note.

## Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.58 %	+1	+1	+5
EUR Bunds 10a	0.53%	-3	+4	+11
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>111 bp</b>	<b>-4</b>	<b>+2</b>	<b>+5</b>
USD Treasuries 2a	2.5 %	+1	+23	+61
USD Treasuries 10a	2.95 %	0	+18	+55
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>45 bp</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>
GBP Gilt 10a	1.4 %	-5	+3	+21
JPY JGB 10a	0.05 %	-1	0	0
EUR Spreads Souverains (10a)	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	24 bp	+1	0	-12
Italie	123 bp	+0	-6	-36
Espagne	74 bp	+2	+1	-40
Inflation Points-morts (10a)	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	144 bp	-1	+2	+1
USD TIPS	217 bp	0	+10	+19
GBP Gilt Indexés	307 bp	+3	+1	+2
EUR Indices Crédit	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	94 bp	+2	-1	+8
EUR Agences OAS	38 bp	+0	-1	+0
EUR Obligations sécurisées OAS	41 bp	-1	+1	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	316 bp	+12	-15	+22
EUR/USD Indices CDS 5a	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	56 bp	+2	-2	+11
iTraxx Crossover	273 bp	+2	-10	+40
CDX IG	62 bp	+1	-3	+13
CDX High Yield	341 bp	+3	-15	+34
Marchés émergents	7-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	331 bp	+22	+32	+46
Devises	7-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.193	-1.42	-3.16	-0.63
GBP/USD	\$1.357	-1.45	-4.03	+0.39
USD/JPY	¥109.1	+0.02	-1.98	+3.29
Matières Premières	7-mai-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$76.2	\$1.5	\$9.5	\$10.7
Or	\$1 313.5	-\$3.6	-\$21.8	\$10.7
Indices Actions	7-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 679	1.16	2.85	0.19
EuroStoxx 50	3 564	0.78	4.58	1.72
CAC 40	5 531	0.88	5.20	4.12
Nikkei 225	22 467	1.13	5.52	-1.31
Shanghai Composite	3 137	2.00	0.18	-5.16
VIX - Volatilité implicite	14.82	-6.97	-31.04	34.24

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 : 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 – 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