

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

22 mai 2018 /// n°6-2018

Les marchés rattrapés par la politique italienne

Points clés

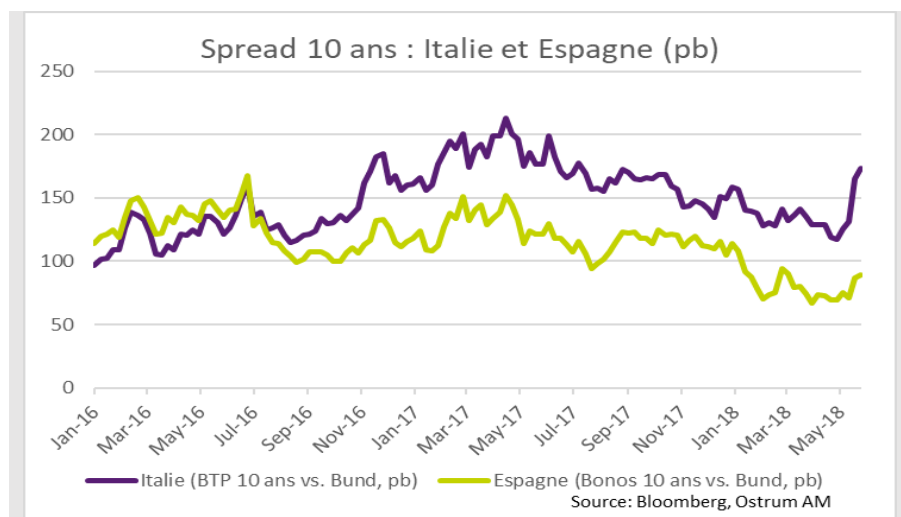
- **Italie : le programme M5S-Ligue provoquera une forte hausse du déficit**
- **Le BTP italien se rapproche de 180pb contre Bund, contagion à l'Espagne et au Portugal**
- **Tensions renouvelées sur le T-note**
- **Les spreads émergents s'écartent, le dollar reste fort**

La réalité de la politique italienne a rattrapé les marchés. L'issue des élections remet en cause les efforts de consolidation budgétaire initiés par le gouvernement technique de Monti. La complaisance des intervenants vis-à-vis de ce risque a laissé place à un climat de défiance envers la dette italienne. Le BTP à 10 ans s'échange autour de 180pb contre 110pb au plus serré le 25 avril. Ce mouvement entraîne logiquement des dommages collatéraux en Espagne (90pb) ou au Portugal (140pb). L'emprunt allemand sans risque revient vers 0,55%. Le crédit sous-performe malgré des marchés d'actions stables, la prime moyenne de l'IG revient vers 100pb (+9pb). Le high yield européen cote autour de 330pb contre Bund.

Parallèlement, l'activité et l'inflation poussent les rendements américains à la hausse. Le T-note à 10 ans marquait ainsi un sommet à 3,12%. La dette externe émergente s'écarte à 334pb.

La hausse du dollar se poursuit contre le yen (111) ou l'euro (1,18). Le réal brésilien pénalisé par la politique interne et la crise argentine s'échange autour de 3,70 pour un dollar (-6% sur un mois). Les sorties de fonds émergents en devises locales s'amplifient. La Malaisie et l'Indonésie ont procédé à un ajustement monétaire (+25pb) mais la plupart des Banques Centrales restent sans réaction à ce stade.

Le graphique de la semaine



Le spread italien s'est violemment écarté après une période prolongée de faible volatilité.

Ce mouvement justifié par les mesures budgétaires envisagées par le nouveau gouvernement en Italie a entraîné le spread espagnol à la hausse dans des proportions plus limitées.

Ceci s'apparente à un mouvement de « Beta » sans lien avec le risque spécifique espagnol.

L'Italie ébranle les marchés

La complaisance des marchés vis-à-vis du risque italien touche à sa fin. Les premières mesures du programme commun présenté par la Ligue et le M5S semblent incompatibles avec une trajectoire pérenne de diminution de l'endettement public. Les baisses annoncées d'impôt sur le revenu, la réforme de l'âge de la retraite et l'introduction d'un revenu citoyen impliqueraient une augmentation du déficit public à quelque 6pp de PIB. Une telle dégradation du solde budgétaire effacerait rapidement l'excédent courant. Par ailleurs, la BCE a confirmé son intention de mettre un terme au programme d'achats d'actifs en septembre ou en décembre. L'inflation est pourtant retombée à 1,2%a en avril. Cette décision est un aveu tardif de l'absence de lien entre le niveau des prix et les achats d'actifs. L'Italie qui a largement bénéficié de la dérive du programme par rapport à la répartition issue du capital de la BCE détenu par chaque pays devra alors financer de façon autonome un déficit sensiblement plus élevé. Gageons que la Commission Européenne haussera suffisamment le ton pour éviter un dérapage incontrôlable des finances publiques rappelant la situation grecque de 2009.

Quant à la situation sur les marchés obligataires, le spread italien à 10 ans s'est tendu jusque 190pb en séance lundi 21 mai avant de revenir vers 175pb. Les volumes sur le contrat à terme italien ont atteint des records. Après le référendum constitutionnel de décembre 2016 perdu par Matteo Renzi, le spread du BTP avait touché 210pb. Un abaissement de la note souveraine semble de nouveau possible alors que Fitch (BBB) et Moody's (Baa2 négatives) réviseront leurs jugements les 31 août et 7 septembre prochains. La dégradation de la prime de risque en Italie induit un élargissement mécanique des banques italiennes et des emprunts souverains périphériques. L'Espagne, dont la croissance s'est maintenue à 0,7%t sur les trois premiers mois de l'année, cote 90pb contre Bund. La hausse du spread des Bonos est comparable à la volatilité observée durant la correction boursière de fin janvier. L'écartement proportionnel des spreads constitue sans doute une opportunité. Le Portugal s'échange 140pb au-delà de l'emprunt allemand. Il convient de conserver les surexpositions aux Bonos et aux PGBs face à la dette italienne.

En termes de sensibilité, la neutralité prévaut. Le ralentissement et la recherche de sécurité soutiennent le Bund, qui évolue moins de 10pb sous sa valeur d'équilibre (0,64%). La rupture de 0,54% constituerait un signal technique ouvrant potentiellement la voie à un rally vers 0,30%. Toutefois, la tension des taux américains passés brièvement au-delà de 3,10% tend à tirer le Bund à la hausse. Ainsi ces forces s'équilibrent. La hausse du rendement du T-note à 10

ans est freinée par le positionnement vendeur des spéculateurs. Toutefois, les Banques Centrales étrangères sont désormais moins enclines à soutenir un dollar en hausse depuis mi-avril. Les achats des entreprises américaines s'amenuisent aussi. Un biais vendeur de Treasuries demeure approprié. La position de courbe fait débat. Les bills à 1 an offrent un rendement proche de 2,30% et les flux vers les fonds monétaires investis en bons du Trésor affichent une collecte plus favorable. Les stratégies d'aplatissement sont en effet coûteuses en termes de portage.

Stabilité des actions, spreads crédit plus larges

La hausse graduelle des taux américains engendre des sorties sur des actifs plus risqués à l'exception des actions. Le S&P s'avère totalement insensible aux problèmes politiques en Europe. L'indice s'adjuge plus de 3% depuis le début du mois malgré le dollar fort et le mouvement haussier sur les taux. Le secteur de l'énergie et la technologie tirent l'indice à la hausse. La consommation de base et les services publics sont en revanche fragilisés. L'Europe tire son épingle du jeu grâce à l'euro faible (+1.4% depuis le 30 avril). Le ralentissement à l'œuvre pèsera sur les résultats du 2T18 malgré l'effet de change.

Le marché du crédit européen décroche néanmoins. Les spreads obligataires s'échangent autour de 100pb au-dessus du Bund allemand (+7pb). Les financières s'élargissent de 9pb et le bêta (sensibilité crédit) des dettes financières subordonnées accentuent leur sous-performance. Sur le marché des CDS, l'iTraxx IG s'élargit de 5pb sur une semaine à 60pb. L'élargissement du crossover (280pb) est limité à 10pb de sorte qu'une compression des spreads s'observe sur les indices synthétiques. Le ratio des spreads (4,71) est retombé au plus bas depuis novembre.

Turbulences sur les émergents

La dette émergente subit des dégagements depuis quelques semaines. La situation argentine inquiète mais est-ce réellement une surprise ? La plupart des devises émergentes sont sous pression et certains pays ont déjà ajusté leurs taux (+25pb en Malaisie et en Indonésie, où d'autres hausses sont probables). La première salve de ventes indiscriminées (fin avril) s'est, un temps, interrompue mais les tensions renouvelées sur les T-note ont engendré une nouvelle vague vendeuse. Cela étant, les sorties de fonds actuelles sont modestes au regard des entrées enregistrées entre décembre et mars. Il est trop tôt pour imaginer les conséquences des sorties de capitaux sur les économies concernées. La baisse du change pourrait s'avérer stabilisante dans certains cas mais les taux faibles en termes réels engendrent aussi des déséquilibres internes.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.57 %	+1	-2	+6
EUR Bunds 10a	0.52%	-9	-12	+9
EUR Bunds 2s10s	109 bp	-9	-10	+3
USD Treasuries 2a	2.56 %	-2	+8	+68
USD Treasuries 10a	3.01 %	-8	+4	+61
USD Treasuries 2s10s	45 bp	-6	-5	-7
GBP Gilt 10a	1.46 %	-4	-8	+27
JPY JGB 10a	0.05 %	-1	-2	0
EUR Spreads Souverains (10a)	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	28 bp	+4	+7	-8
Italie	184 bp	+33	+68	+25
Espagne	94 bp	+13	+26	-20
Inflation Points-morts (10a)	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	149 bp	+0	+4	+6
USD TIPS	217 bp	-3	-2	+18
GBP Gilt Indexés	309 bp	+1	+4	+3
EUR Indices Crédit	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	100 bp	+7	+9	+14
EUR Agences OAS	43 bp	+5	+6	+5
EUR Obligations sécurisées OAS	45 bp	+5	+5	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	332 bp	+31	+25	+38
EUR/USD Indices CDS 5a	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	61 bp	+5	+6	+16
iTraxx Crossover	284 bp	+10	+8	+51
CDX IG	62 bp	+1	+0	+13
CDX High Yield	337 bp	-2	-9	+29
Marchés émergents	23-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	327 bp	+3	+30	+42
Devises	23-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.172	-0.79	-4.08	-2.37
GBP/USD	\$1.338	-0.9	-4.08	-1.01
USD/JPY	¥110.11	-0.03	-1.33	+2.34
Matières Premières	23-mai-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$79.1	-\$0.2	\$5.1	\$13.6
Or	\$1 293.0	\$1.3	-\$30.7	-\$9.8
Indices Actions	23-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 724	0.48	2.03	1.90
EuroStoxx 50	3 561	-0.05	1.37	1.63
CAC 40	5 597	0.53	2.91	5.35
Nikkei 225	22 690	-0.12	2.72	-0.33
Shanghai Composite	3 169	-0.02	3.29	-4.18
VIX - Volatilité implicite	13.49	0.52	-17.44	22.19

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

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