

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

28 mai 2018 /// n°7-2018

L'imbroglia italien bouscule les marchés

Points clés

- **Impasse politique en Italie : gouvernement technique et élections à l'automne**
- **Fuite vers le Bund vers 0,35% et le T-note sous 3%**
- **Le BTP cote au-delà de 230pb face au Bund**
- **Les spreads de crédit s'élargissent, notamment le high yield alors que l'accalmie prévaut sur les marchés émergents**

La situation politique italienne évolue en crise institutionnelle. Le spread italien (234pb) s'est dégradé fortement dépassant les niveaux observés après le referendum constitutionnel de 2016. On s'oriente vers la formation d'un gouvernement technique et des élections dès l'automne. L'incertitude soutient naturellement les taux du G4. Le T-note repasse sous 3% (2,93%) alors que le rendement du Bund décroche sous 0,40%. La réaction des marchés d'actions est modeste à l'exception du MIB italien qui perd près de 9% depuis le début du mois.

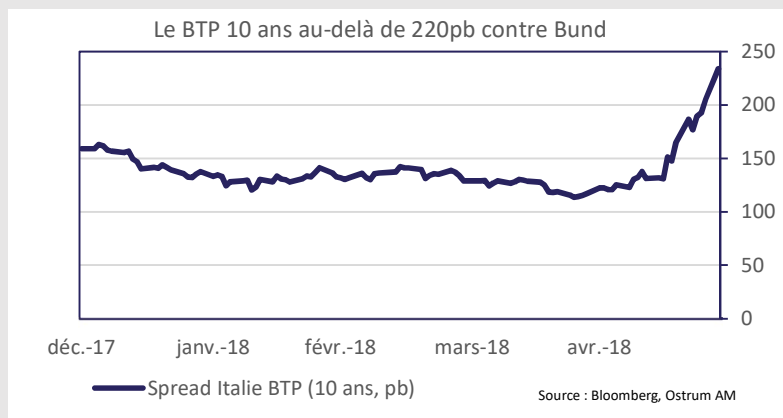
Les emprunts espagnols et portugais s'écartent dans le sillage des BTPs, d'autant qu'en Espagne, un vote de confiance menace de faire tomber le

gouvernement Rajoy. L'euro souffre logiquement des tensions politiques (1,16\$). Le yen joue de nouveau son rôle de valeur refuge.

Le marché du crédit sous-performe également à 110pb du Bund. Les financières périphériques et le high yield sont attaqués (+35pb sur une semaine). Les indices synthétiques s'écartent.

La dette émergente profite de la baisse des taux américains. Le spread émergent moyen en dollars ressort à 326pb. On observe un semblant de stabilisation sur les marchés libellés en devises locales et une modération des flux vendeurs. Il subsiste des sources de fragilité néanmoins (Turquie, Brésil).

Le graphique de la semaine

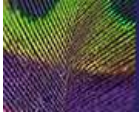


L'emprunt italien à 10 ans s'échange au-delà de 230pb contre le Bund.

L'impasse politique engendre un climat de défiance vis-à-vis des marchés d'actifs italiens.

Sur les actions le MIB italien perd environ 9% depuis le début du mois contre 2% sur les indices larges européens.

L'euro (1,16\$) subit également la résurgence du risque politique en Europe.



L'impasse italienne fait frémir les marchés financiers

Le veto du Président italien Mattarella à la nomination de Paolo Savona, notoirement hostile à l'euro, au poste de ministre des finances a mis un terme à l'hypothèse d'un gouvernement M5S-Lega. L'urgence est au respect des engagements de l'Italie vis-à-vis de l'Europe. Un gouvernement technique mené par Carlo Cottarelli, précédemment en charge de coupes budgétaires dans le gouvernement d'Enrico Letta, sera chargé de gérer les affaires courantes avant de nouvelles élections à l'automne. La date du 5 octobre est déjà évoquée. La crise institutionnelle couve. Sergio Mattarella est menacé de destitution par le chef de file de la Lega. Sur le plan financier, la note souveraine de l'Italie est sous la menace d'une dégradation. Moody's (Baa2, perspectives négatives) a mis la note sous revue négative. L'agence s'exprimera le 7 septembre, une semaine après Fitch (BBB). Une diminution d'un cran de la note souveraine engendrerait d'importants dégagements sur les dettes bancaires italiennes dont les notations seraient mécaniquement abaissées en catégorie spéculative.

La dynamique du marché est caractéristique des accélérations baissières. Les volumes atteints sur le contrat à terme sont 1,5 fois supérieurs à la moyenne. La baisse des positions ouvertes sur ce contrat suggère que des positions acheteuses ont été réduites. Sur le marché obligataire, le spread italien a doublé en un mois pour s'approcher désormais de 230pb sur une maturité de 10 ans. Les investisseurs se reportent naturellement vers le Bund à 10 ans, qui, en enfonçant ses points techniques ouvre la voie vers 0,30%. Le mouvement du T-note est plus fort encore. Il est probable que les accélérations à la baisse du contrat BTP aient été initiées outre-Atlantique, d'où un retour plus marqué sur les Treasuries. L'emprunt américain s'échange autour de 2,93%.

Rally potentiel limité à 0,30% sur le Bund

En termes d'exposition à la sensibilité, nous recommandons la neutralité sur le Bund. Cette dynamique reste soumise aux nouvelles en provenance d'Italie, voire d'Espagne où un vote de confiance au gouvernement Rajoy est programmé au Parlement le 1^{er} juin. Le risque politique est par nature difficile à quantifier. Une aggravation de la crise politique engendrerait des achats d'emprunts publics allemands et un élargissement concomitant des swap spreads. Le swap spread à 5 ans cote actuellement autour de 55pb.

La croissance économique aux Etats-Unis accélère de nouveau au 2T18, ce qui favorise des rendements plus élevés. Une position vendeuse reste valide sur les Treasuries. Indépendamment des flux de fuite vers la qualité, l'ampleur du consensus baissier constitue un frein à la dynamique haussière sur les taux. La valeur d'équilibre proche des niveaux actuels témoigne du

potentiel limité de hausses des rendements. La cassure de 2,87% sur le 10 ans américain remettrait en cause notre positionnement vendeur. La neutralité prévaudra également sur le Gilt.

Concernant les emprunts souverains, le risque sur la notation italienne nous conduit à adopter une position de sous-exposition sur l'ensemble des maturités. Nous demeurons plus confiants sur l'Espagne malgré la motion de censure contre Rajoy qui s'ajoute au contexte politique troublé. La réduction de nos expositions au Portugal traduit des prises de profit. Les pays les mieux notés n'offrent pas de valeur relative face au Bund. L'OAT française s'avère peu sensible à la volatilité italienne.

Les actions ont tardé à réagir à l'imbroglie italienne, hormis évidemment le MIB pénalisé par la perception du risque d'une spirale négative entre le souverain et le système bancaire. Les indices européens abandonnent tout de même 2,5% cette semaine. L'indice phare de la bourse milanaise plonge de 9% en mai contre un repli de 2% environ sur les indices européens. Sur le plan sectoriel, l'annonce d'une augmentation de la production de l'OPEP en réaction au prix élevés et à la situation iranienne engendre des prises de profits logiques dans le secteur de l'énergie. La baisse du pétrole atteint 3,8\$ en une semaine sur le Brent (75\$). Cela étant, la volatilité autour de 17% sur le VStoxx n'apparaît pas excessive.

Sur le marché du crédit, les signaux techniques semblent annoncer d'une poursuite de l'élargissement. L'iTraxx XO s'oriente vers 300pb et les obligations notées high yield souffrent. Le spread moyen de la classe d'actifs se situe désormais au-delà de 350pb après un écartement chiffré à 35pb sur cinq séances. Cependant, les flux finaux semblent se redresser sur le crédit comparativement aux ventes sur les souverains périphériques. Dans l'univers euro investment grade, les spreads se calent sur 110pb. Les financières subordonnées s'écartent de 15pb environ sur la semaine écoulée.

Accalmie sur la dette émergente

Alors que la politique italienne occupe tous les esprits, les marchés émergents semblent sortis du radar des investisseurs depuis quelques jours. Le spread moyen sur la dette externe en dollars ressort à 325pb contre Treasuries. Le rendement obligataire moyen sur les marchés locaux (6,40%) s'est stabilisé alors que les taux du G4 baissaient. Les investisseurs ont certes vendu la classe d'actifs mais dans des proportions mesurées au regard des flux d'achat de décembre-janvier. La Turquie a relevé ses taux de 300pb et bénéficiera de l'accalmie sur les prix de l'or noir. La simplification de sa politique monétaire est un signal favorable dans cette période troublée. La devise turque (4,58 pour un dollar) reste cependant particulièrement vulnérable.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	-5	-9	-4
EUR Bunds 10a	0.34%	-18	-23	-8
EUR Bunds 2s 10s	102 bp	-13	-13	-4
USD Treasuries 2a	2.48 %	-9	-1	+59
USD Treasuries 10a	2.93 %	-13	-3	+53
USD Treasuries 2s 10s	46 bp	-4	-2	-7
GBP Gilt 10a	1.32 %	-16	-12	+13
JPY JGB 10a	0.04 %	-2	-1	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	35 bp	+6	+13	0
Italie	234 bp	+47	+117	+75
Espagne	118 bp	+20	+49	+4
Inflation Points-m orts (10a)	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	145 bp	-4	-1	+2
USD TIPS	211 bp	-7	-7	+12
GBP Gilt Indexés	303 bp	-5	-1	-3
EUR Indices Crédit	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	110 bp	+13	+19	+24
EUR Agences OAS	49 bp	+7	+12	+11
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	+7	+10	+10
EUR High Yield Pan-européen OAS	357 bp	+35	+51	+63
EUR/USD Indices CDS 5a	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	65 bp	+6	+11	+20
iTraxx Crossover	298 bp	+18	+27	+66
CDX IG	63 bp	+1	+3	+14
CDX High Yield	343 bp	+5	+5	+36
Marchés émergents	28-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	326 bp	-6	+24	+41
Devises	28-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.163	-1.34	-3.92	-3.15
GBP/USD	\$1.331	-0.89	-3.28	-1.48
USD/JPY	¥109.34	+1.46	-0.2	+3.06
Matières Premières	28-mai-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$75.3	-\$3.9	\$1.5	\$9.8
Or	\$1 299.0	\$4.8	-\$18.1	-\$3.8
Indices Actions	28-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 721	0.31	1.93	1.78
EuroStoxx 50	3 483	-2.52	-1.03	-0.61
CAC 40	5 509	-2.28	0.47	3.70
Nikkei 225	22 481	-2.27	0.06	-1.25
Shanghai Composite	3 135	-2.45	1.71	-5.20
VIX - Volatilité implicite	13.22	-1.49	-14.21	19.75

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 : 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