

STRATÉGIE **HEBDO**

Document destiné aux clients professionnels

4 juin 2018 /// n°8-2018

Calme précaire après la tempête

Points clés

- **Accalmie sur les spreads souverains périphériques et le high yield**
- **Neutralité directionnelle sur le Bund et le T-Note**
- **Les swap spreads devraient se resserrer**
- **Volatilité de nouveau très faible sur les actions**
- **Le protectionnisme américain ravive les tensions sur les devises émergentes**

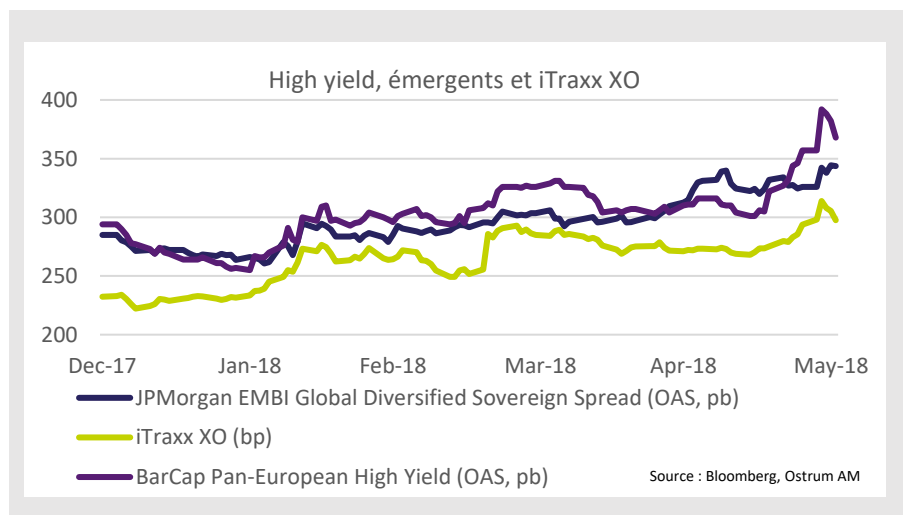
La volatilité s'est révélée extrêmement forte sur le contrat BTP comme sur le Bund la semaine passée. Le contrat italien a connu une amplitude de cours journalière de près de 10 points, qui témoigne de l'absence de volumes sur les marchés de titres en début de semaine. Le Bund a coté sous 0,20% avant de détendre après la confirmation de la formation d'un gouvernement en Italie. La tendance est désormais à la détente des spreads périphériques. La volatilité extrême des marchés obligataires semble sans effet sur les actions. Le marché européen abandonne environ 1% sur la semaine. Les bancaires et l'automobile ont néanmoins souffert.

Aux Etats-Unis, les flux de fuite vers la qualité ont dominé l'impact des publications économiques. Le 10 ans américain a brièvement retouché 2,75%.

Le crédit euro s'élargit sur la semaine. Les financières sous-performent. Le high yield s'est élargi mais les flux finaux ne montrent pas d'exagération vendeuse. Le spread du high yield européen contre Bund se situe à 368pb.

L'euro-dollar traite de nouveau au-dessus d'1,17\$. Certaines devises (Livre turque, réal brésilien) demeurent sous pression à l'instar des spreads en dollars. La dette émergente cote 344pb

Le graphique de la semaine



Le risque politique italien a provoqué l'élargissement des spreads sur plusieurs classes d'actifs.

Le spread moyen du high yield européen a touché un point haut à 392pb. L'iTraxx XO s'est élargi à 314pb avant de revenir sous le seuil de 300pb.

Les émergents sous-performent le T-note, du fait du repli sur l'actif sans risque dans la tourmente italienne mais aussi pour des raisons spécifiques (Turquie, Brésil notamment).

Détente des marchés à l'annonce du gouvernement italien

Le Président Mattarella avait donné du temps aux dirigeants du M5S et de la Lega pour revoir la composition de leur gouvernement. La candidature de Paolo Savona avait été retoquée. Le professeur d'économie, eurosceptique notoire, hérite finalement des affaires européennes (sic) alors que Giovanni Tria sera chargé des finances publiques. Luigi Di Maio (M5S) et Matteo Salvini (Lega) seront deux vice-Présidents du Conseil sans doute très influents auprès de Giuseppe Conte. Certes, la formation du gouvernement éloigne le risque d'élections anticipées mais les orientations budgétaires envisagées et la fragilité de la coalition n'autorisent aucun excès d'optimisme.

Le risque de redénomination de la dette est combattu à coups de déclarations favorables au maintien de l'Italie dans la zone euro. Cette hypothèse posera néanmoins la question corollaire de la restructuration de la dette italienne si la croissance potentielle ne se redresse pas dans les années à venir. La dette publique représente 132% du PIB italien. Le détricotage annoncé de la réforme du marché du travail de 2015 ou de la réforme des pensions du gouvernement de Monti n'augure rien de bon. Par ailleurs, la dette italienne étant détenue à 50% par les investisseurs résidents et 17% par la BCE, les gouvernements des autres pays de l'union monétaire réclameront peut-être un écrêtement de la dette préalable à toute aide externe. Les obligations souveraines émises depuis 2013 incluent en effet des clauses d'actions collectives encadrant le défaut. La note souveraine de l'Italie sera probablement abaissée à la fin de l'été avant l'élaboration de la loi de finances qui devra être présentée à la Commission Européenne à l'automne.

Quels que soient les risques à l'horizon, l'heure est à la détente sur les marchés. Le 10 ans italien cote autour de 2,50% après un sommet au-delà de 3,20% la semaine passée. Les volumes sans précédents sur le contrat BTP en début de semaine traduisent à la fois l'absence de liquidité sur le marché obligataire et les craintes de ventes massives d'investisseurs non-résidents à la réouverture des marchés américains mardi. L'amplitude journalière des cours du BTP a atteint 10 points lundi dernier. Le relatif succès des adjudications de mardi dernier éloigne le risque de perte d'accès au marché. Le spread du BTP à 10 ans revient ainsi vers 210pb. Les Bonos espagnols (94pb à 10 ans) sont repassés sous 100pb après l'éviction du pouvoir de Mariano Rajoy. Le socialiste Pedro Sanchez est le nouveau premier ministre jusqu'aux prochaines élections probablement dans moins d'un an. La dette portugaise, victime collatérale de la crise italienne, est de nouveau recherchée (135pb). En termes de stratégies, l'Espagne avec une croissance forte et sans remise en cause de la consolidation budgétaire offre un

meilleur couple rendement-risque que la plupart des émetteurs souverains de la zone euro.

La diminution des tensions réduira les swap spreads

L'accalmie devrait contribuer à un resserrement des swap spreads à mesure que le rendement du Bund remonte. Le swap spread à 2 ans s'est élargi à 62pb avant de retomber vers 50pb. Une poursuite du mouvement vers 40-45pb est probable. La hausse de l'inflation en mai et le probable message de fermeté de la BCE face au gouvernement italien ravivera les flux vendeurs à l'approche de la fin du QE. Techniquement, une clôture au-dessus de 0,42% constituerait un signal haussier sur le 10 ans allemand. En l'absence de franchissement, la neutralité prévaudra. Le niveau de 0,40% sur le Bund correspond à 2,90% sur les Treasuries. La croissance américaine reflétée par les créations d'emploi (223k en mai) et le niveau des enquêtes milite pour des taux plus élevés. Le positionnement vendeur de T-notes s'est réduit durant la phase de repli vers l'actif sans risque (2,75% au plus bas). Cela permettra d'envisager des rendements plus élevés après la prochaine réunion de la Fed. La neutralité directionnelle reste valide à court terme, d'autant que les cours actuels demeurent proches de la valeur d'équilibre estimée.

Volatilité réduite sur les actions

Malgré l'intensité des flux vers le Bund les marchés d'actions en Europe ne traduisaient aucune panique des investisseurs, hormis une accélération baissière à l'ouverture mardi. L'Euro Stoxx perdait environ 1,7% la semaine passée et la volatilité implicite a déjà retrouvé ses niveaux bas de lundi dernier (V2X). Les bancaires et l'assurance ont sous-performé logiquement alors que l'énergie faisait figure de couverture soutenue par le rebond du Brent (76\$) en milieu de semaine.

Les craintes de dégradation de la notation souveraine italienne ont engendré des écartements marqués sur les dettes financières subordonnées. L'iTraxx Sub revient néanmoins vers 160pb après un point haut proche de 200pb. L'iTraxx crossover s'est échangé au-delà de 320pb avant un retour sous le seuil de 290pb. Cette volatilité ne semble pas détourner les investisseurs du crédit européen dans son ensemble. Les flux vers les ETFs de crédit restent majoritairement acheteurs. L'élargissement récent des primes (à 115pb contre Bund en moyenne) et le retour du risque souverain justifient des réallocations.

Quant aux marchés émergents, les velléités protectionnistes américaines entretiennent un climat de défiance et un ajustement des parités de change. La monnaie mexicaine se déprécie vers 20 pesos pour un dollar. La situation politique au Brésil est source de volatilité sur le change et les spreads de dette externe. Le 10 ans brésilien en dollars cote 275pb au-dessus du T-note contre 220pb en début de mois.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.62 %	+5	-4	+1
EUR Bunds 10a	0.42%	+7	-13	-1
EUR Bunds 2s10s	104 bp	+3	-8	-1
USD Treasuries 2a	2.5 %	+2	+0	+62
USD Treasuries 10a	2.93 %	0	-2	+52
USD Treasuries 2s10s	43 bp	-3	-3	-9
GBP Gilt 10a	1.3 %	-2	-10	+11
JPY JGB 10a	0.05 %	+1	+1	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	31 bp	-5	+7	-5
Italie	212 bp	-22	+87	+53
Espagne	91 bp	-27	+16	-23
Inflation Points-morts (10a)	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	148 bp	+3	+5	+5
USD TIPS	213 bp	+3	-3	+15
GBP Gilt Indexés	308 bp	+5	+1	+2
EUR Indices Crédit	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	115 bp	+5	+23	+29
EUR Agences OAS	51 bp	+2	+13	+13
EUR Obligations sécurisées OAS	53 bp	+4	+12	+14
EUR High Yield Pan-européen OAS	368 bp	+11	+57	+74
EUR/USD Indices CDS 5a	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	66 bp	+0	+10	+21
iTraxx Crossover	290 bp	-8	+16	+57
CDX IG	66 bp	+2	+4	+16
CDX High Yield	346 bp	+2	+4	+38
Marchés émergents	4-juin-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	344 bp	+18	+29	+59
Devises	4-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.169	+1.24	-2.04	-2.63
GBP/USD	\$1.332	+0.54	-1.83	-1.46
USD/JPY	¥109.7	-0.85	-0.57	+2.73
Matières Premières	4-juin-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$75.7	\$0.4	\$1.2	\$10.6
Or	\$1 293.6	-\$8.6	-\$20.3	-\$9.2
Indices Actions	4-juin-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 746	0.92	3.12	2.73
EuroStoxx 50	3 470	-0.38	-2.28	-0.98
CAC 40	5 473	-0.65	-0.78	3.02
Nikkei 225	22 476	-0.02	0.01	-1.27
Shanghai Composite	3 091	-1.40	0.01	-6.53
VIX - Volatilité implicite	12.99	-1.74	-12.05	17.66

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