

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

14 mai 2018 /// n°5-2018

Les marchés ignorent le risque politique

Points clés

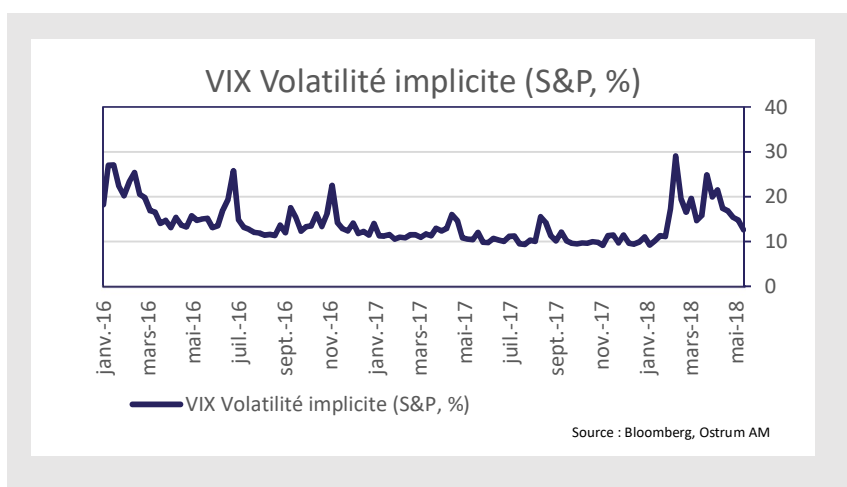
- **Stabilité des marchés malgré le rétablissement des sanctions sur l'Iran**
- **Le Bund revient vers 0,60%, le T-note stable sous 3%**
- **Le S&P rebondit de 2,5% porté par les publications**
- **Consolidation sur le dollar et resserrement des spreads émergents**
- **Le BTP réagit timidement à l'annonce d'un gouvernement M5S-Ligue**

Le retrait américain de l'accord sur le nucléaire iranien n'a eu aucun impact sur les marchés. Le S&P s'adjuge près de 2,5% au cours de la semaine et les indices européens sont stables. Les taux sans risque sont inchangés, voire en légère hausse après les commentaires de la BCE sur la sortie du QE. Le statu quo monétaire au Royaume-Uni a précédé un rebond de 7pb du Gilt (1,47%).

Les spreads de crédit sont sans tendance en Europe (93pb) et le high yield profite du sentiment favorable aux actions. Les financières subordonnées ont regagné une partie du chemin perdu. Les emprunts souverains italiens ont timidement réagi à l'annonce d'un gouvernement M5S-Ligue, présenté comme le

scénario catastrophe avant les élections du 4 mars dernier. Les Bonos espagnols surperforment logiquement la dette italienne (132pb à 10 ans). Par ailleurs, les points morts d'inflation s'avèrent insensibles à la hausse du pétrole. Les spreads de crédit émergents se détendent (notamment les émetteurs les mieux notés) malgré des flux finaux sortants. Le spread moyen sur la dette émergente en dollars ressort à 325pb contre Treasuries. Le rebond du dollar semble s'essouffler (DXY +4% depuis mi-avril). L'euro se redresse vers 1,20\$ et la couronne suédoise s'ajuste enfin (+2,7%). Le réal brésilien poursuit néanmoins sa chute (\$3,60).

Le graphique de la semaine



Malgré le contexte troublé au Moyen-Orient, la volatilité implicite sur le S&P 500 à 1 mois recule vers 12%.

La plupart des indicateurs d'aversion au risque se sont améliorés au cours de la semaine précédente.

La baisse de la volatilité est concomitante avec un fort rebond des actions américaines la semaine passée.



Les risques du court-termisme des Banques Centrales.

Le court-termisme des Banques Centrales est un élément majeur à prendre en compte dans l'allocation d'actifs. L'essentiel de la communication de la Fed, de la BCE ou de la BoE porte aujourd'hui sur des points de détail sans incidence sur la conduite du cycle économique. La BCE laisse la porte ouverte à un allongement d'un trimestre (!) du QE alors que son bilan fait 40pp de PIB et que les risques portés par l'institution sont colossaux. La Fed débat de 25pb en plus ou en moins en 2018 alors que le véritable enjeu est le bilan. Mark Carney parie sur une décélération de l'inflation pour justifier le report du relèvement des taux alors que le Brexit est avant tout un choc d'offre qui modifiera profondément le modèle de croissance britannique. Il va sans dire que la BoE n'a aucune prise sur l'offre potentielle. Dans un pays en déficit chronique d'épargne, il faudrait en priorité se préoccuper du financement de l'investissement après la sortie effective du RU.

Dans ce contexte, la fin prochaine du QE de la BCE ramène le Bund vers 0,60%. Le ralentissement de la croissance et de l'inflation empêche néanmoins un mouvement haussier brutal. De fait, le 10 ans allemand semble cadré entre les points techniques de 0,47% et 0,65%. La proximité de la valeur d'équilibre estimée (0,64%) nous incite aussi à conserver une vue directionnelle neutre. Aux Etats-Unis, le T-note (stable sous 3%) n'a absolument pas réagi à l'annonce du retrait américain de l'accord sur le nucléaire iranien. La hausse du brut s'avère également sans effet sur les anticipations d'inflation du marché. Le point mort américain à 10 ans reste à 217pb. La dynamique d'aplatissement perdure compte tenu des perspectives de politique monétaire et de la stratégie d'émissions du Trésor américain défavorable aux maturités 2-3 ans. Le spread 2-10 ans marque un nouveau point bas depuis 2007 à 44pb. Nous maintenons la neutralité sur le T-note. Toutefois, le marché pourrait de nouveau tester la résistance de 3,05%. Quelles que soient les motivations de la BoE, le Gilt reste prisonnier de la dynamique mondiale des taux. L'emprunt britannique s'échange autour d'1,50%.

Le BTP réagit à peine à l'annonce d'un gouvernement M5S-Ligue

En zone euro, la remontée de 5pb du Bund a contribué à réduire les spreads souverains. Le ralentissement marqué en France semble sans effet sur l'OAT par exemple qui traite à 22pb de l'emprunt de référence. L'Italie (+10pb) fait exception en raison de la probable formation d'un gouvernement M5S-Ligue. La réaction du marché reste très modeste au regard des incertitudes budgétaires et autres engendrées par une alliance présentée comme le scénario catastrophe, avant les élections du 4 mars. La désignation d'un premier ministre représentatif de cette alliance ne sera

pas aisée. La présentation du budget italien aux instances européennes s'annonce déjà mouvementée. Les Bonos espagnols surperforment logiquement le BTP. L'Espagne à 10 ans cote 70pb.

Consolidation du dollar, actifs risqués en hausse et resserrement des spreads

La saison des résultats s'avère mitigée en Europe. La plupart des secteurs, à l'exception des secteurs liés aux matières premières, rapportent une diminution des ventes. Les effets de change ont sans doute joué négativement. Une remontée de l'euro serait sans doute néfaste à la performance relative des marchés européens par rapport au marché américain. Le léger repli du dollar s'est rapidement traduit par un rebond du S&P d'autant que les résultats et chiffres d'affaires surprennent encore à la hausse aux Etats-Unis.

Sur le marché du crédit européen, les flux finaux semblent se redresser après plusieurs semaines de décollecte sur les ETFs spécialisés. Certes, la BCE a été moins présente sur le crédit en avril du fait d'un marché primaire moins actif et des réinvestissements d'emprunts souverains. Cela n'est pas révélateur d'une inflexion dans la politique monétaire. Le spread moyen de l'euro IG se situe à 93pb du Bund, environ le double des spreads des dettes d'agences ou de covered bonds. L'iTraxx Crossover (270pb) profite de la bonne tenue des marchés d'actions et de la réduction de la volatilité. Les financières subordonnées ont aussi retracé une partie de leur écartement précédent. Parallèlement, après deux semaines de correction, le high yield se détend vers 312pb contre Bund.

La surprise provient sans doute des émergents. Si les marchés en devises locales demeurent chahutés, les spreads contre Treasuries des émetteurs les mieux notés sont en fort rétrécissement depuis une semaine. Par exemple, les primes sur les marchés colombien et chilien sont revenues respectivement vers 175pb et 135pb. En revanche, la faiblesse du réal maintient les spreads brésiliens en haut de leur fourchette récente. La dette émergente s'échange à un spread moyen de 325pb.

Le marché des changes a été une source de volatilité financière récemment. Le dollar (DXY) a regagné 4% depuis mi-avril. Le billet vert semble aujourd'hui consolider. L'euro revient ainsi vers 1,20\$ après les commentaires de la BdF réaffirmant le probable arrêt du QE cette année avant des hausses de taux en 2019. L'autre mouvement notable concerne la couronne suédoise. Le Vice-Président Jansson admet finalement que la dépréciation du change n'est pas une stratégie viable à long terme pour redresser l'inflation. L'inflation importée est une taxe qui ne saurait se substituer à une hausse des prix internes. La Riksbank attend un signe de la BCE pour entamer la réduction de son bilan et procéder à un ajustement des taux d'intérêt (-0,50% actuellement) alors que la situation de l'immobilier commande de réduire la voile.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.56 %	+2	+2	+7
EUR Bunds 10a	0.61%	+8	+10	+18
EUR Bunds 2s 10s	117 bp	+6	+8	+12
USD Treasuries 2a	2.54 %	+4	+18	+66
USD Treasuries 10a	2.99 %	+4	+16	+58
USD Treasuries 2s 10s	45 bp	0	-2	-7
GBP Gilt 10a	1.47 %	+7	+4	+28
JPY JGB 10a	0.05 %	+1	+2	+1
EUR Spreads Souverains (10a)	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
France	22 bp	-1	0	-13
Italie	132 bp	+9	+3	-27
Espagne	72 bp	-2	-1	-42
Inflation Points-m orts (10a)	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR OATi	148 bp	+4	+6	+5
USD TIPS	217 bp	-1	+2	+18
GBP Gilt Indexés	309 bp	+1	+6	+3
EUR Indices Crédit	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
EUR Credit IG OAS	93 bp	-1	-1	+7
EUR Agences OAS	39 bp	+1	+0	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	42 bp	+1	+2	+2
EUR High Yield Pan-européen OAS	304 bp	-12	-14	+10
EUR/USD Indices CDS 5a	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
iTraxx IG	54 bp	-2	+1	+9
iTraxx Crossover	268 bp	-5	-4	+36
CDX IG	59 bp	-3	0	+10
CDX High Yield	332 bp	-9	+1	+24
Marchés émergents	14-mai-18	-1sem (pb)	-1m(pb)	2018 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	325 bp	-6	+24	+40
Devises	14-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
EUR/USD	\$1.197	+0.34	-3.3	-0.26
GBP/USD	\$1.359	+0.18	-5.14	+0.56
USD/JPY	¥109.51	-0.4	-2.18	+2.9
Matières Premières	14-mai-18	-1sem (\$)	-1m(\$)	2018 (\$)
Brent	\$78.2	\$2.0	\$6.3	\$12.7
Or	\$1 319.9	\$5.9	-\$28.2	\$17.1
Indices Actions	14-mai-18	-1sem (%)	-1m(%)	2018 (%)
S&P 500	2 736	2.37	3.00	2.33
EuroStoxx 50	3 566	0.04	3.41	1.76
CAC 40	5 541	0.17	4.25	4.29
Nikkei 225	22 866	1.77	4.99	0.44
Shanghai Composite	3 174	1.19	0.47	-4.03
VIX - Volatilité implicite	12.99	-11.93	-25.39	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 : 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