

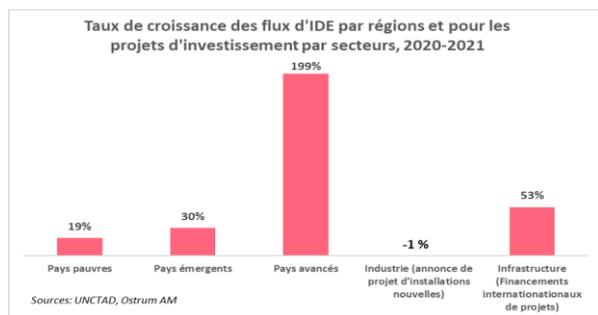
● Le thème de la semaine : Importance de l'élection présidentielle italienne

- Cette élection est importante puisque l'actuel président du Conseil, Mario Draghi, peut être élu président de la République ;
- En raison de son rôle clé dans l'élaboration et la mise en œuvre du plan de relance et de résilience, son élection constitue un risque potentiel pour la poursuite des réformes et investissements nécessaires afin de bénéficier des fonds de l'Union européenne ;
- Le vrai risque réside dans celui d'élections législatives anticipées qui seraient de nature à générer une crise politique. Il semble réduit ;
- Dans un second papier, nous traitons un thème connexe avec une approche économétrique des spreads périphériques qui fournit un signal pertinent pour les investisseurs.

● La revue des marchés : Le Nasdaq décroche

- La correction s'amplifie sur le Nasdaq, l'Europe résiste ;
- Rally des taux sans risque avec les tensions en Ukraine ;
- Les indices de crédit se dégradent ;
- PBoC : nouvel assouplissement monétaire.

● Le graphique de la semaine



Fort rebond des flux d'investissements directs étrangers (IDE) dans le monde de 77 % en 2021, par rapport à 2020, pour atteindre 1,65 trillion de \$, dépassant ainsi le niveau d'avant pandémie.

Cependant, la reprise des IDE n'est pas homogène et reste tirée par les pays avancés (199 %). Les investisseurs ont un fort intérêt pour les infrastructures qui bénéficient de conditions de financement de long terme favorables, ainsi que des stimuli budgétaires.

C'est un soutien aux prix des matières premières, notamment des métaux. A contrario, l'attrait pour l'industrie, notamment pour les chaînes de production, reste faible.

● Le chiffre de la semaine

- 12 %

Source : Ostrum AM

La correction de l'indice technologique américain Nasdaq (- 12 % en 2022) s'accélère, en raison du resserrement monétaire à venir, de perspectives de croissance bénéficiaires plus faibles pour certaines valeurs richement valorisées et d'un climat international troublé.



Stéphane Déo
Head of markets strategy
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte
Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

Importance de l'élection présidentielle italienne

Cette semaine, l'élection présidentielle italienne va occuper le devant de la scène sur les marchés financiers. Il est possible que Mario Draghi, l'actuel président du Conseil des ministres, soit élu président de la République. En raison de son rôle clé dans la mise en œuvre des réformes et investissements nécessaires pour bénéficier des versements de l'Union européenne, les craintes résident dans le fait que son élection génère de l'instabilité politique et constitue un risque dans la poursuite des réformes à mener. Nous allons voir que si Mario Draghi est élu président, le risque d'instabilité politique paraît réduit, ce qui devrait rassurer les marchés financiers.

Pourquoi cette élection est-elle importante ?

Le 3 février 2022, le mandat de Sergio Mattarella à la présidence de la République arrive à son terme. Des élections vont avoir lieu cette semaine, afin d'élire son successeur. Généralement, l'élection présidentielle italienne ne retient pas une forte attention de la part des investisseurs, puisque le président de la République n'a qu'un pouvoir limité, la politique étant décidée par le président du Conseil des ministres (l'équivalent de notre 1^{er} ministre) et mise en œuvre par son gouvernement. Cette élection revêt un caractère particulier, puisque l'actuel président du Conseil, Mario Draghi, pourrait être élu président de la République. Ce serait une première en Italie et pourrait être source d'instabilité politique.

Un processus opaque et complexe

L'élection du président de la République se fait au suffrage indirect universel. Ce 24 janvier, les deux chambres du Parlement et les représentants des régions, soit 1 009 votants au total, sont convoqués pour le premier vote.

Cette élection est particulière, puisque les votes sont tenus secrets et qu'il n'y a pas de liste de candidats officiels.

Plusieurs votes sont généralement nécessaires. Les trois premiers s'opèrent à la majorité des deux tiers et, à partir du quatrième, les votes se font à la majorité absolue. Depuis 1946, seuls deux présidents de la République sur 12 ont été élus à l'issue du 1^{er} tour. 23 votes ont en revanche été nécessaires pour élire Giovanni Leone en 1971.

Mario Draghi pourrait être élu président

Actuellement, bon nombre de partis souhaitent que Mario Draghi reste premier ministre, afin d'assurer la stabilité du gouvernement et poursuivre les réformes et les investissements nécessaires pour bénéficier des fonds de Next Generation (le plan de relance européen). Mais, compte tenu de la composition actuelle du Parlement (faible majorité) et du positionnement des régions, le risque est que les votes des parlementaires et représentants des régions ne puissent pas dégager une majorité suffisante pour désigner un président à l'issue des différents scrutins. Cela est par ailleurs renforcé par le caractère secret du vote et donc l'absence de ligne directrice à suivre par les membres de partis.

En cas de votes non concluants, Mario Draghi pourrait ainsi venir sur le devant de la scène et faire l'unanimité. S'il s'est bien gardé de se déclarer candidat, lors d'une intervention en décembre, il s'est présenté comme un homme et un grand-père au service des institutions et déclaré avoir rempli ses missions en 2021 à la tête du gouvernement, notamment en ce qui concernait le plan de relance et de résilience qu'il a élaboré et commencé à mettre en place.

Si Mario Draghi était élu président, il serait amené à démissionner du gouvernement, ce qui pourrait représenter une source d'incertitude pour les investisseurs compte tenu de son rôle clé depuis près d'un an à la tête de celui-ci. Il a été appelé par Sergio Mattarella, en février 2021, après l'éclatement de la coalition au pouvoir consécutif au départ de Matteo Renzi. Ses principales réalisations ont été de gérer la crise du Covid-19, avec le développement rapide de la campagne de vaccination et les mesures de restrictions sanitaires, d'adopter des plans de relance pour renforcer la reprise de l'économie puis d'élaborer et mettre en œuvre le plan de relance et de résilience, afin de bénéficier des fonds de l'Union européenne dans le cadre de Next Generation EU.

Risque sur la poursuite du plan de relance et de résilience

Ce plan constitue une véritable opportunité pour l'Italie pour sortir de deux décennies de croissance atone et se caler sur une trajectoire durablement plus élevée. Sur ce sujet, voir *MyStratWeekly* (10 mai 2021) : « Plan de relance européen :

une réelle opportunité pour l'Italie »¹.

Mario Draghi et son gouvernement ont élaboré en un temps record le plan de relance et de résilience pour bénéficier des fonds européens. L'Italie a sollicité l'ensemble de l'enveloppe de subventions et fait partie des rares pays à avoir demandé la totalité de l'enveloppe de prêts disponible. Cela représente un total de 191,5 milliards d'euros entre 2021 et 2026, soit 11,7 % du PIB de 2020 (dont 68,9 Mds de subventions). L'Italie fait partie des principaux bénéficiaires de ce plan. Pour bénéficier de ces versements, elle doit réaliser un certain nombre de réformes et d'investissements, dans l'énergie verte et le numérique notamment. Elle a reçu en août 13 % de préfinancement de l'UE, soit 24,9 Mds d'euros.

Les prochains versements sont conditionnés à l'atteinte de cibles précises fixées avec la Commission européenne (CE) en matière d'investissements et de réformes à réaliser. L'Italie a fait une première demande de fonds en janvier 2022, d'un montant de 21 milliards d'euros, en attente de validation par la Commission européenne. Le président du Conseil a déclaré que les 51 étapes nécessaires aux versements avaient été réalisées. Mario Draghi a de facto lié les mains des futurs gouvernements en mettant en place ce plan de relance et de résilience puisqu'abandonner les investissements et les réformes reviendrait à se passer du soutien de l'Union européenne. C'est une incitation non négligeable à rester un bon élève.

Si Mario Draghi est élu président, les investisseurs craignent que le nouveau gouvernement ne soit pas aussi enclin à réaliser les réformes et les investissements nécessaires pour bénéficier des fonds de l'UE. Si le prochain gouvernement ne respecte pas les cibles à atteindre, la CE suspendra le versement des fonds. Cela pèserait alors sur les perspectives de croissance et de finances publiques et serait de nature à générer des tensions sur les marchés obligataires.

Rôle limité du président

Selon la Constitution, le rôle du président de la République est plus limité que celui du président du Conseil. Ses pouvoirs sont néanmoins importants en cas d'instabilité politique puisqu'il nomme le président du Conseil et, sur proposition de celui-ci, les ministres. En mai 2018, Sergio Mattarella avait notamment refusé de nommer comme ministre des finances Paolo Savona, eurosceptique, alors qu'il était présenté par Giuseppe Conte et soutenu par la majorité parlementaire. Le Président peut également

dissoudre les 2 chambres. Avant de promulguer une loi, il peut également envoyer un message motivé à ces dernières. Si elles décident d'adopter à nouveau la loi, celle-ci doit être promulguée par le président. Il n'a donc pas le pouvoir d'agir directement sur le plan des décisions budgétaires, d'où l'importance de son choix concernant le président du Conseil, puis les ministres, sur proposition de ce dernier. Mario Draghi a notamment nommé au poste de ministre de l'économie et des finances un homme de confiance : Daniele Franco, l'un des meilleurs experts en finances publiques de l'Italie, ayant effectué pour l'essentiel sa carrière à la Banque d'Italie, jusqu'à en devenir le numéro 2.

Quatre possibilités

Cette élection peut donner lieu à quatre issues.

Mario Draghi reste président du Conseil

Si Mario Draghi reste président du Conseil et qu'un nouveau président de la République est élu, les investisseurs seront rassurés. Il demeure ainsi à la tête du gouvernement jusqu'aux prochaines élections législatives, prévues au printemps 2023, et poursuit les investissements et réformes pour bénéficier des fonds de l'UE. Des tensions au sein du gouvernement pourraient toutefois s'opérer d'ici la fin de l'année, en vue des élections législatives, avec le risque que le gouvernement devienne ingérable à l'approche des élections.

Mario Draghi élu président de la République

Si Mario Draghi est élu président, il faut distinguer trois cas de figure : le premier, avec le maintien de la coalition actuelle, ou du moins en grande partie, le second, avec une coalition plus réduite, mais sans élections législatives et le troisième, avec des élections législatives anticipées.

Mario Draghi président et maintien de la large coalition actuelle

Mario Draghi ne sera plus à la tête de l'exécutif, mais, en tant que président, il devra nommer le président du Conseil et, sur proposition de celui-ci, les ministres. En nommant un homme de confiance à la tête du gouvernement, capable de maintenir la coalition actuelle, le gouvernement sera en mesure de poursuivre les réformes et les investissements jusqu'aux prochaines législatives. À l'issue de celles-ci, Mario Draghi sera aux commandes pour nommer le

1

<https://www.ostrum.com/sites/default/files/Strat%C3%A9gie%20hebdo/2021/05.2021/2021-05->

[10%20FR_OSTRUM_MyStratWeekly.pdf](#)

nouveau président du Conseil et les ministres sur proposition de ce dernier. Il sera ainsi en arrière-plan pour veiller à la mise en œuvre des investissements et des réformes. Cela permettra en outre à l'Italie de bénéficier d'une certaine stabilité politique et de renforcer la crédibilité de l'Italie à l'international, avec Mario Draghi à la présidence pendant 7 ans.

Mario Draghi président sans parvenir à conserver la large majorité actuelle de son gouvernement

Une autre option serait que Mario Draghi soit élu président, mais qu'il ne parvienne pas à conserver son gouvernement actuel. Il n'y a pas d'élections législatives anticipées, puisque la grande majorité des partis n'y a pas intérêt, mais le nouveau gouvernement a une capacité d'action plus limitée, en raison d'une plus faible coalition. Le risque est un retard dans la mise en œuvre des réformes à réaliser et un versement différé des fonds de l'Union européenne.

Mario Draghi élu président et élections législatives anticipées

C'est le pire scénario. Mario Draghi n'est plus premier ministre et ne parvient pas en tant que président à conserver la coalition actuelle ou à former un nouveau gouvernement avec une coalition plus réduite. Des élections législatives anticipées seraient alors organisées à l'issue incertaine, étant donné qu'aucun parti n'est en mesure actuellement de les remporter, à la vue des derniers sondages. Le risque est que le nouveau gouvernement ne respecte plus les cibles à atteindre dans le cadre du plan de relance et de résilience. Cela générerait de la défiance de la part des investisseurs.

Risque limité d'élections législatives anticipées

Le risque d'élections législatives anticipées paraît limité, et ceci pour cinq raisons.

Forte réduction des sièges au Parlement

Suite à la réforme constitutionnelle de 2019, le nombre de sièges au Parlement sera réduit de plus d'un tiers, lors des prochaines élections législatives (passant de 900 à 645). À la vue des derniers sondages, seuls les Frères d'Italie gagneraient des sièges, tous les autres en ressortiraient perdants. Cela limite clairement la probabilité d'élections anticipées.

Contrainte des élus du Mouvement 5 étoiles

Les élus du Mouvement 5 étoiles ne peuvent se présenter

que deux fois, selon les statuts du parti. Étant donné que la grande majorité des députés M5S en sont à leur deuxième mandat, soit ils perdent leur place aux prochaines élections, soit ils doivent changer d'étiquette.

Contenir la nette résurgence du Covid-19

La priorité du gouvernement est actuellement de faire face à la forte résurgence de l'épidémie et à l'incertitude liée à l'apparition du variant Omicron. Il doit être en mesure d'agir rapidement pour tenter de l'endiguer. L'organisation d'élections législatives anticipées constituerait un vrai handicap en la matière.

Bénéficiaire des fonds de Next Generation EU

À l'exception des Frères d'Italie, l'ensemble des partis soutient le gouvernement dans la mise en œuvre du plan de relance et de résilience, afin de bénéficier des versements de l'Union européenne. Celui-ci constitue une véritable opportunité pour financer les investissements et réformes nécessaires pour permettre une amélioration de la croissance potentielle de l'Italie. Cela plaide pour le maintien de la coalition actuelle.

Retraites des parlementaires

Enfin, un dernier élément vient du fait que les parlementaires doivent siéger jusqu'au mois de septembre, afin de bénéficier de leur retraite.

À la vue de ces cinq facteurs, la possibilité d'élections législatives anticipées paraît réduite, si Mario Draghi est élu président.

Conséquences pour le spread italien

Mario Draghi rassure les marchés

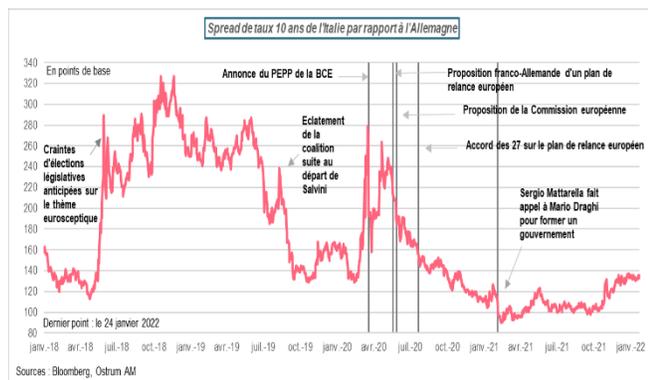
L'arrivée de Mario Draghi à la tête du gouvernement italien, le 12 février 2021, a été saluée par les marchés financiers. Cela s'est vu à travers le resserrement du spread de taux 10 ans de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne (écart de taux 10 ans), qui est passé ponctuellement sous le seuil symbolique de 100 points de base (83 pdb), pour la 1^{re} fois depuis décembre 2015. Les marchés ont été rassurés par sa volonté d'élaborer et mettre en place rapidement le plan de relance et de résilience, de nature à augmenter la croissance potentielle de l'Italie et réduire la dette publique à long terme.

Les progrès réalisés en la matière ont d'ailleurs amené l'agence de notation Fitch à relever la note de la dette

souveraine italienne, le 3 décembre 2021, pour la passer de BBB- à BBB, en y attachant une perspective stable.

L'incertitude politique pèse en partie sur le spread de l'Italie

Depuis le mois d'octobre, des tensions se sont opérées sur le spread italien. Cela vient en partie de l'inquiétude liée à l'arrêt du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE à la fin mars 2022. Pour éviter une réduction brutale de ses achats, la BCE a annoncé que le programme d'achats d'actifs (APP) serait ponctuellement augmenté. Il passera à 40 milliards d'euros par mois au 2^e trimestre 2022, puis 30 milliards d'euros par mois au 3^e, avant de revenir au niveau de 20 milliards par mois au 4^e trimestre. Cela s'est révélé moins important que prévu par les marchés (ils attendaient un APP de 40 milliards par mois au moins jusqu'à la fin de l'année), ce qui a contribué à ces tensions.



Le 2^e facteur pesant sur le spread réside dans l'incertitude liée à l'élection présidentielle. Les investisseurs sont dans l'attente, ce qui se traduit par un spread relativement stable autour de 130-135 pdb depuis la fin du mois de novembre. L'élection présidentielle pourrait donner lieu à une certaine volatilité sur les marchés, en cas d'incertitude prolongée au-delà du 27 janvier.

Comme nous l'avons vu, le risque d'instabilité politique paraît réduit. Si Mario Draghi reste président du Conseil, le spread devrait en partie se resserrer. S'il est élu président, il est fort probable que la coalition actuelle demeure en l'état, ou du moins en grande partie. Il nommera à sa tête un homme de confiance. Cela pourrait être l'actuel ministre de l'économie et des finances. Le spread devrait ainsi également se resserrer. Dans les deux cas, il est peu probable qu'il revienne sous les 100 points de base, compte tenu des moindres achats de la BCE et des fortes émissions du gouvernement italien en ce début d'année, mais le spread pourrait revenir vers les 120 pdb.

En revanche, dans le scénario le moins probable où Mario

Draghi serait élu président, mais que des élections législatives devaient être organisées, le spread s'écartera nettement pour s'établir probablement vers les 150 pdb, voire au-delà.

Conclusion

À l'issue de l'élection présidentielle italienne, l'actuel président du Conseil, Mario Draghi, pourrait être élu président de la République. Dans ce cas, le véritable risque réside dans celui d'élections législatives anticipées qui seraient de nature à générer une instabilité politique et remettre en cause la poursuite des réformes et des investissements à réaliser. Ce risque semble limité, en raison de la réforme constitutionnelle réduisant de plus d'un tiers le nombre de sièges au Parlement, d'un large soutien des partis pour poursuivre les réformes et investissements, de la nécessité d'agir rapidement pour faire face à la résurgence de la crise sanitaire et, enfin, de la question des retraites des parlementaires. Il paraît donc peu probable que les marchés soient déçus à l'issue de l'élection présidentielle. Dans les deux cas les plus probables, soit Mario Draghi reste président du Conseil, soit il devient président de la République et pourra s'appuyer sur un gouvernement regroupant une vaste coalition pour poursuivre ce qu'il a commencé. Le spread de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne pourrait ainsi se resserrer sensiblement.

Aline Goupil-Raguénès

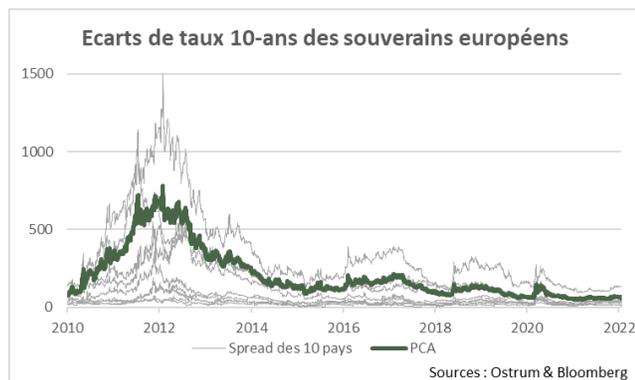
Modéliser les spreads souverains

Ce court article présente une approche économétrique des spreads souverains européens. Avec plusieurs idées pertinentes pour les investisseurs.

Comment ça marche ?

L'idée est de « résumer » en une seule série les spreads de taux 10 ans à l'Allemagne de 10 pays : Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal (la Grèce est exclue, car trop erratique sur la période). Pour cela nous utilisons une « analyse en composantes principales ». Il s'agit de générer une série temporelle qui soit le plus proche possible, c'est-à-dire le plus corrélée, de l'ensemble des pays.

Le résultat obtenu, en prenant des données depuis 2010, est montré sur le graphique suivant.



Trois conclusions

1. Très peu de risque spécifique

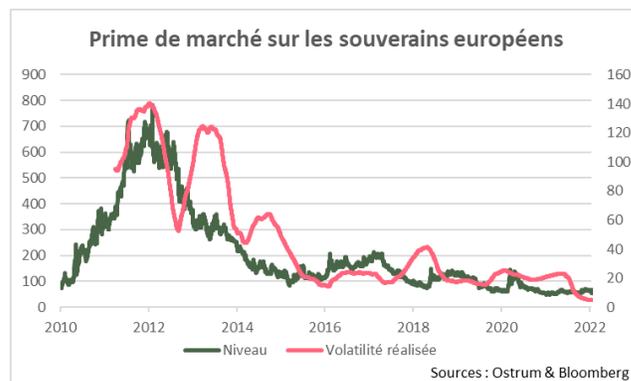
La série que nous avons générée, explique 89,5 % de la variance des spreads souverains. C'est une énorme proportion. Dans le cas du Portugal, notre série est corrélée à 98 % avec les spreads historiques, 90 % dans le cas de l'Espagne et 79 % dans le cas de l'Italie.

Même dans le cas des pays périphériques, le risque idiosyncratique est donc une partie très faible de la prime de risque, la part du lion en termes de variations de spreads est expliquée par le risque de marché agrégé.

Beaucoup d'énergie est utilisée à commenter les risques spécifiques de chaque pays, la réalité est que le marché y attache bien peu d'attention.

2. Le calme après la tempête

Autre conclusion, sans surprise celle-là, est que le risque de marché s'est considérablement réduit, puisque les spreads ont plongé sur la décennie passée. Plus intéressant, et là aussi sans surprise, la volatilité de cette prime de risque s'est aussi effondrée sur la décennie passée.

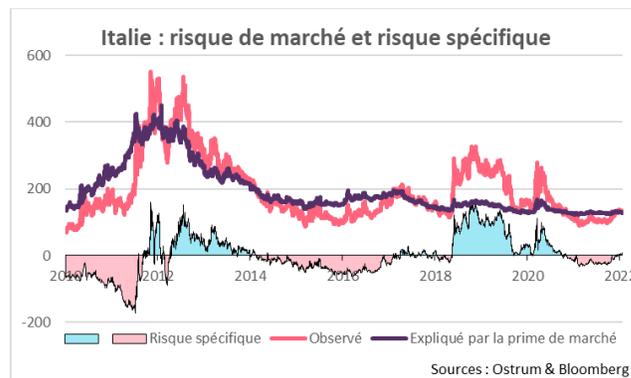


Nous vivons donc dans un monde non seulement moins risqué (les primes de risques sont plus faibles), mais aussi avec plus de visibilité (la volatilité s'est effondrée).

3. Les divergences sont temporaires

Dernier point, important pour les investisseurs, les divergences idiosyncratiques sont temporaires. Exemple avec l'Italie ci-dessous. Lorsque les spreads sont anormalement élevés (ou bas) en comparaison du marché, ils ont tendance à revenir à la normale et se tasser (augmenter). NB : à l'heure actuelle le modèle attend un spread de 127 pdb pour l'Italie.

C'est aussi le cas pour tous les autres pays : on trouve qu'il existe une force de rappel assez forte vers la tendance de marché. Le risque idiosyncratique se dissipe donc en général rapidement.



C'est un point important pour les investisseurs : cela veut dire que tout surajustement du marché, même pour des raisons fondamentales valables (la crise politique italienne en 2018, par exemple), est corrigé par la suite.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Le Nasdaq décroche

La remontée des taux réels et les tensions en Ukraine pèsent sur les actions

La volatilité demeure élevée sur les marchés financiers. Le décrochage brutal du Nasdaq jeudi dernier (- 4,5 % d'amplitude intra-journalière) témoigne de la fragilité évoquée la semaine passée dans cette chronique. L'indice technologique est en baisse de 10 % depuis le sommet de novembre. L'indice de volatilité VIX remonte à 26 %. Le resserrement monétaire par le biais d'une remontée des taux réels, même télégraphié par les autorités monétaires, implique toujours un changement de paradigme pour les valorisations des actions. La thématique de croissance est la plus exposée avec les classes d'actifs spéculatives, dont les crypto-monnaies (Bitcoin - 20 % en 2022) ou les actions d'entreprises de petites capitalisations non-profitables. À vrai dire, l'enjeu de 2022 est d'appréhender le potentiel de correction, après une année de hausse des actions de plus de 20 % en 2020. Le resserrement monétaire n'est toutefois pas uniforme. À contre-courant du resserrement occidental, la PBoC abaisse encore ses taux d'intérêt, agissant comme un pôle de stabilité financière, tant sur les taux que sur le change. La BoJ n'apporte aucun changement à sa politique. De son côté, la BCE, paralysée par les dissensions au sein du Conseil, garde le cap d'une politique résolument expansionniste. Cette posture continue d'amortir toute volatilité sur les spreads souverains, malgré un agenda politique chargé dès la semaine prochaine avec la Présidentielle italienne. Les spreads de crédit sont légèrement en hausse, avec néanmoins une surréaction des dérivés dont l'iTraxx Crossover utilisé en couverture. Le dollar est stable, quelques positions de change risquées sont écrêtées au profit du yen japonais ou du yuan chinois.

La brutalité de la chute du Nasdaq intervient alors que la hausse des rendements obligataires semblait ralentir dans la période de silence imposée avant le FOMC prévu le 26 janvier. Les intervenants s'attendent à un signal explicite d'une première hausse des Fed funds en mars sans délai après l'arrêt du QE. La contraction du bilan constituera l'étape suivante du cycle monétaire. Contrairement à 2017, on ne peut exclure une politique de ventes active, car la remontée des taux longs (le 30 ans hypothécaire avoisine 3,65 % selon la Mortgage Bankers Association) retarde l'amortissement du portefeuille de MBS de la Fed. La pression inflationniste requiert évidemment une approche plus restrictive qu'en 2017. Au Royaume-Uni, le message d'Andrew Bailey se durcit après une nouvelle surprise à la hausse sur les prix à la consommation. L'inflation est à 5,4 % en décembre (l'indice RPI atteint même 7,5 %), malgré une contribution mensuelle négative des prix de l'énergie. Le rebond des cours du pétrole en 2022 prolongera la période d'inflation forte. La BoE optera probablement pour un relèvement de 25 pb en février. En

zone euro, le compte-rendu de la réunion de décembre témoigne de profonds désaccords au sein du Conseil. La persistance de l'inflation n'est plus un scénario improbable, mais le retrait des mesures de soutien monétaire implique des risques asymétriques. La communication de Christine Lagarde s'annonce périlleuse le 2 février.

La volatilité a augmenté sur les marchés d'actions. Le Nasdaq plonge de 7 % la semaine passée. L'Europe et l'Asie résistent mais perdent 1 % à 2 %. Les résultats s'avèrent décevants des banques américaines, du fait d'une contribution moindre des activités de trading. La croissance ralentit aussi dans les secteurs ayant bénéficié des mesures de confinement pendant la pandémie. Toutefois, la saison des résultats reste correcte. Sur les 61 premières publications du S&P, la croissance annuelle des bénéficiaires ressort à + 20 %. La pression sur les marges ira croissante néanmoins, compte tenu de l'environnement inflationniste.

Sur les marchés de taux, le contexte géopolitique pèse sur les rendements sans risques en fin de semaine. La mise en garde de Biden à Poutine au sujet de l'Ukraine laisse présager une escalade et des sanctions, à défaut d'une intervention militaire. Après un sommet à 1,90 %, le T-note s'est replié vers 1,75 %. La recherche de sécurité appuie sur les taux à long terme, d'autant que l'émission de 20 ans témoignait d'une solide demande sur la partie longue. Les marchés connexes anglo-saxons ont globalement suivi la direction imprimée par les Treasuries. Le Bund a brièvement retrouvé un rendement positif pour la première fois depuis 2019. Le repli ultérieur sur - 0,06 % contribue à une légère tension sur les swap spreads. Cela étant, les spreads souverains sont restés totalement insensibles à la forte volatilité des taux sans risque. Parallèlement, les rachats de Bunds compriment aussi les points morts qui font fi des tensions persistantes sur les prix de l'énergie. Le baril de Brent s'est échangé au-delà de 89 \$ cette semaine, avant une détente à la faveur d'une statistique de stocks plus élevés. Les points morts à long terme continuent de souffrir du resserrement monétaire annoncé.

Les spreads de crédit se montrent également résilients. L'IG en euro se traite autour de 99 pb contre Bund (+ 2 pb). Le marché est plus lourd sur les maturités longues et les papiers non-éligibles au CSPP (hybrides, financières). La sous-performance des dérivés de crédit se confirme néanmoins. L'iTraxx crossover (+ 12 pb cette semaine) suit la volatilité actions pour casser le seuil de 270 pb. Ajusté du risque, on observe néanmoins une compression des spreads entre indices de CDS (IG/XO). Concernant le segment des covered bonds, le primaire très actif en ce début d'année est bien absorbé (- 1 pb en 2022). Sur le high yield, le primaire reste étoffé (3 Mds €) et bien accueilli globalement par les marchés. Sur le secondaire, les spreads du high yield s'écartent de 7 pb (BB) à 15 pb (B) en cinq séances.

Axel Botte
Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	-0.66%	-10	+2	-4
EUR Bunds 10a	-0.1%	-8	+15	+7
EUR Bunds 2s10s	54.9bp	+2	+13	+12
USD Treasuries 2a	0.99%	+2	+30	+26
USD Treasuries 10a	1.72%	-6	+23	+21
USD Treasuries 2s10s	72.6bp	-9	-7	-5
GBP Gilt 10a	1.14%	-5	+22	+17
JPY JGB 10a	0.14%	-1	-15	-10
EUR Spreads Souverains (10a)	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	37.9bp	0	+0	+0
Italie	131.9bp	+0	-3	-3
Espagne	68.4bp	+0	-6	-6
Inflation Points-morts (10a)	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	1.96%	-5	-11	-13
USD 10a Inflation Swap	2.61%	-3	-10	-16
GBP 10y Inflation Swap	4.25%	+0	+4	+5
EUR Indices Crédit	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	100bp	+2	+4	+5
EUR Agences OAS	49bp	+1	+0	+0
EUR Obligations sécurisées OAS	47bp	+2	+0	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	328bp	+17	+0	+10
EUR/USD Indices CDS 5a	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	58bp	+5	+10	+10
iTraxx Crossover	279bp	+20	+37	+37
CDX IG	60bp	+6	+10	+10
CDX High Yield	338bp	+31	+46	+45
Marchés émergents	24-janv.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	387bp	+3	+11	+18
Devises	24-janv.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.132	-0.833	-0.018	-0.5
GBP/USD	\$1.348	-1.311	0.643	-0.4
USD/JPY	JPY 114	0.588	0.369	1.0
Matières Premières	24-janv.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$85.9	-\$0.6	\$10.1	10.4525585
Or	\$1 832.2	\$12.9	\$22.0	0.1662
Indices Actions	24-janv.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 304	-8.19	-9.42	-10.2
EuroStoxx 50	4 049	-5.89	-4.85	-5.8
CAC 40	6 779	-5.88	-4.35	-5.2
Nikkei 225	27 588	-2.63	-4.15	-4.2
Shanghai Composite	3 524	-0.50	-2.60	-3.2
VIX - Volatilité implicite	37.61	95.99	109.41	118.4

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

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.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...24/01/2022

Natixis Investment Managers

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.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com