

● Le thème de la semaine : Le marché, trop complaisant sur l'Italie ?

- Ceci est notre dernier hebdo avant un mois de relâche. Le prochain numéro sortira le 5 septembre. En attendant, nous vous souhaitons d'excellentes vacances à tous ;
- Les actifs italiens ont souffert avec la démission de Draghi et le retour du risque politique : spreads souverains plus larges et sous performance des marchés boursiers ;
- Une analyse plus attentive montre que le risque spécifique lié aux élections italiennes est, paradoxalement, très peu pris en compte par les marchés. En cas de mauvaise surprise (un sondage, une annonce intempestive d'un politique, etc.), le risque est donc que les actifs italiens souffrent beaucoup plus.

● La revue des marchés : Faut-il acheter la récession ?

- La BCE relève ses taux de 50 pb, première hausse depuis 2011 ;
- BCE : annonce d'un nouvel outil de gestion de crise avec le TPI ;
- Crise politique en Italie, élections prévues le 25 septembre ;
- Volatilité extrême sur les taux, rebond des actifs risqués.

● Le graphique de la semaine



La BCE a surpris avec une hausse de 50 pnb, la semaine dernière. Paradoxalement, après cette surprise haussière, les marchés anticipent un atterrissage fin d'année un peu plus bas.

L'attitude agressive de la BCE, mais aussi les enquêtes très décevantes, notamment les PMI, font progresser les anticipations de récession.

Résultat : les attentes de hausses de taux pour l'année prochaine ont considérablement baissé. Mi-juin, le marché attendait cinq hausses de taux en 2023 : on n'est plus qu'à une demie hausse actuellement.

● Le chiffre de la semaine

30 %

Source : Ostrum AM

30 % des pays de l'indice EMBIG sont en « détresse », c'est-à-dire avec un spread supérieur à 1 000 pb. Il s'agit d'une proportion exceptionnellement élevée, inédite depuis la crise de 2009.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte
Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



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



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

● **Thème de la semaine**

Le marché, trop complaisant sur l'Italie ?

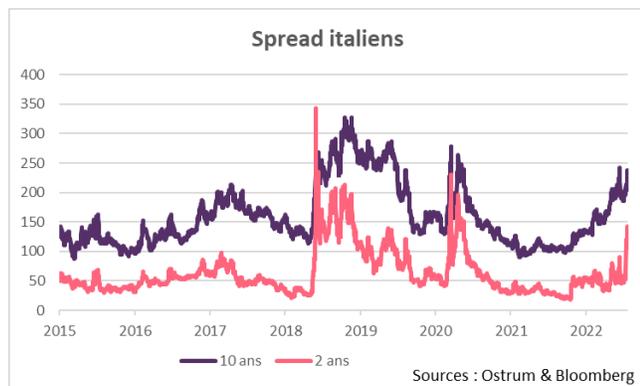
Pour l'instant le risque politique ne nous semble pas vraiment pris en compte par les marchés. C'est le cas pour les taux souverains, mais aussi pour les marchés actions. Malgré la performance médiocre, récemment, des actifs financiers italiens, la prime de risque ne nous semble pas élevée.

Avant de rentrer dans les détails de notre argument, un petit rappel. Certes l'Italie a des problèmes bien identifiés : croissance atone, dette publique très élevée, etc. La crise politique, une de plus, met donc l'Italie à risque. Pourtant, nous avons toujours eu une vue plus nuancée sur l'Italie, qui a aussi des atouts bien souvent oubliés – cf. notre *MyStratWeekly* « Plaidoyer pour l'Italie » du 22 février 2021. La situation économique italienne est plus complexe que ce qui est trop souvent présenté.

Les taux : le risque politique n'est que très partiellement pris en compte

Mario Draghi a donc tiré sa révérence, l'Italie se dirige vers des élections le 25 septembre avec, en toute probabilité, une chambre très morcelée qui ne devrait pas conduire à un gouvernement stable. Bref, la commedia dell'arte politique, mise entre parenthèses par l'épisode Draghi, est de retour.

La « prime Draghi » sur les taux d'intérêt a donc en partie disparu et les taux italiens ont beaucoup progressé comme le montre le graphique ci-dessous.

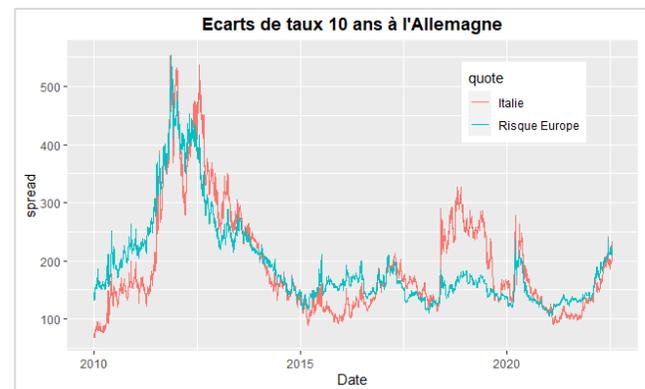


Il faut toutefois prendre en compte le fait que les spreads

périphériques se sont écartés de manière générale depuis le début de l'année avec le retrait de la BCE et l'arrêt du QE. Un modèle en termes de prime de risque sur ce marché nous conduit à penser que les spreads périphériques étaient anormalement resserrés pendant la période QE (ce qui était d'ailleurs un des buts du QE) et qu'ils sont revenus à la normale.

Qu'en est-il de l'Italie ? Sur le graphique ci-dessous nous avons les spreads italiens tels qu'observés sur les marchés. Le « Risque Europe » est le niveau des spreads italiens s'ils avaient purement réagi en fonction de leur beta habituel au marché. On voit bien que pendant la période 2018-2019, dernière période de stress politique important, les spreads italiens se sont écartés plus que prévu par le modèle. Il s'agit d'un risque idiosyncratique spécifique à l'Italie qui n'a donc rien à voir avec les mouvements des autres pays. Cette prime de risque spécifique était alors de l'ordre de 100 pdb sur la période.

Paradoxalement, à l'heure actuelle, il n'y a pas vraiment de prime de risque spécifique italienne. Certes les spreads ont progressé depuis un an, mais très largement en cohérence avec ceux des autres pays. C'est du moins ce que nous dit notre modélisation, avec un risque idiosyncratique italien qui est estimé actuellement à un peu moins de 20 pdb. Pour donner une base de comparaison, le risque spécifique italien, pendant le gouvernement Conte I, du 1^{er} juin 2018 au 5 septembre 2019, était de 95 pdb. À l'inverse, depuis le début de l'année, sous le gouvernement Draghi, l'Italie traitait en moyenne une douzaine de pdb plus cher. C'est donc notre estimation de la « prime Draghi ».



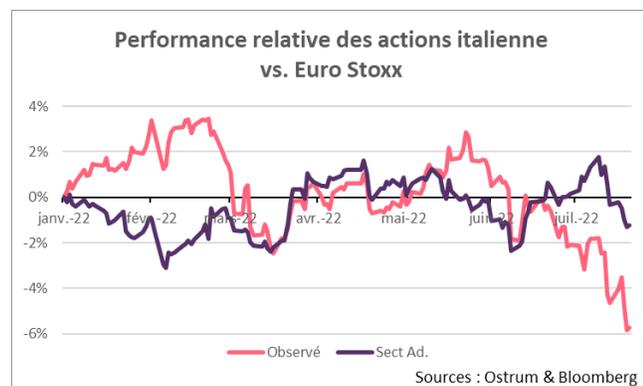
Le fait que les spreads italiens aient réagi, dans une très large mesure, en ligne avec les spreads des autres pays conduit à la conclusion que le marché n'inclut que marginalement un risque spécifique italien. Soit le marché fait l'hypothèse que le problème politique est largement négligeable, soit il fait l'hypothèse que le TPI annoncé par la BCE est crédible.

Deux hypothèses qui nous semblent plus que discutables. En l'absence de tout risque spécifique, les spreads italiens

devraient être actuellement dans une fourchette de 200-230 pdb. À l'heure où nous écrivons, nous sommes à 230 pdb. En cas de risque politique majeur, tel que ce que nous avons vu en 2018, l'objectif serait au-delà de 300 pdb.

Actions : même chose

Nous utilisons l'indice IT30 des trente plus grosses capitalisations boursières. Cet indice a sous-performé l'Euro Stoxx de presque de 6 %. Signe que le risque politique est donc pris en compte par le marché ?



Là aussi, la réalité est plus subtile. L'indice italien est très concentré sur plusieurs secteurs, avec une très forte pondération sur les banques, les utilities et l'énergie. Si on

retraite des performances sectorielles, l'indice n'a sous-performé « que » de 1,2 % depuis le début de l'année. Donc la sous-performance de l'indice italien est beaucoup plus liée au fait – pas de chance – que l'indice était concentré dans les mauvais secteurs.

Là aussi le risque spécifique italien est donc très marginalement pris en compte.

Il est toutefois à noter que, même si on ajuste pour la composition sectorielle, l'indice a toutefois sous-performé de 2,5 % sur les deux dernières semaines. Le marché commence à se réveiller !

Conclusion

Bizarrement, et malgré la performance médiocre récente, il semble que le risque spécifique lié à la politique italienne ne soit pas vraiment pris en compte. Dit autrement, en cas de mauvaise surprise (un sondage, une annonce intempestive d'un politique, etc.), le risque est donc que les actifs italiens souffrent beaucoup plus.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Faut-il acheter la récession ?

La récession intégrée par les marchés ou le bras de fer avec les Banques centrales inquiètes de l'inflation

Le sentiment des intervenants de marché est par nature sensible aux évolutions marginales des indicateurs avancés et des enquêtes d'activité ou de prix. La perception du risque, plus encore que la réalité sous-jacente, est déterminante pour l'équilibre des prix des actifs à court terme. Un équilibre précaire semble s'être installé avec un positionnement extrêmement vendeur d'actifs risqués susceptible de se retourner au moindre signe de détente monétaire. Les ventes spéculatives de contrats S&P 500 sont, par exemple, au même niveau qu'au pire de la pandémie au printemps 2020. Les Banques centrales maintiennent un discours centré sur l'inflation justifiant des hausses de taux chaque fois plus importantes qu'anticipé. Les dernières décisions de la RBA, la Fed, la BCE ou la BoC abondent dans ce sens. Les Banques centrales naviguent à vue, de sorte que leur communication avancée apparaît caduque. Ce bras de fer contribue à la pression à l'aplatissement des courbes de taux, voire l'inversion, comme sur le spread 2-10 ans américain. Le paradoxe est que la baisse des taux longs stabilise les actions, malgré le ralentissement économique en cours.

L'issue de ce bras de fer dépendra de plusieurs facteurs, notamment la tolérance des Banques centrales pour une récession. Le discours de Christopher Waller en juin laissait entendre que la Fed s'accommoderait facilement d'une hausse du chômage vers 4,25 %, afin de limiter les anticipations d'inflation. L'inflation américaine est à 9,1 %, bien loin des 5,2 % qui prévalaient lorsque Powell défendait encore l'idée d'une inflation transitoire à Jackson Hole, l'an dernier. Si la baisse des prix de l'essence transparait déjà dans certaines enquêtes de prix auprès des entreprises et des ménages, les prétentions salariales demeurent élevées. La hausse médiane des salaires des individus ayant changé d'emploi au cours des 12 derniers mois ressort ainsi à + 7,9 % sur un an. Le pouvoir de négociation des travailleurs risque d'alimenter l'inflation, malgré l'ajustement récent des anticipations de prix. Les marchés réagissent aux changements marginaux, l'objectif des Banques centrales est un *niveau* d'inflation. La neutralité de la politique monétaire est aussi évasive. Les taux d'intérêt actuels sont bien loin de décourager la demande de crédit des ménages aux États-Unis. En zone euro, la hausse de 50 pb des taux directeurs met un terme à l'absurdité des taux négatifs et achète l'adhésion des faucons au nouvel instrument de gestion de crise. La BCE s'oblige enfin à réagir à l'inflation record. Le TPI (Transmission Protection Instrument) est conditionné au respect de règles budgétaires et ne serait activé qu'après

l'épuisement des ressources liées aux réinvestissements du PEPP, qualifiés de « première ligne de défense » par Christine Lagarde. La BCE cherche ainsi à dissocier la politique de taux de la gestion des risques financiers. Rien n'indique qu'il existe un niveau de spread qui déclencherait le TPI et de toute façon, la solvabilité d'un pays dépend du niveau des taux d'intérêt, eux-mêmes liés à l'inflation de la zone euro. L'articulation des outils reste donc nébuleuse, d'autant que le dispositif des TLTRO devra être prorogé ou amendé pour éviter une contraction du bilan de 1 300 Mds € en juin 2023.

Les marchés de taux se sont montrés sensibles aux composantes de prix des enquêtes régionales de la Fed et plus généralement aux signaux de ralentissement. L'inversion de la courbe américaine s'est accentuée. La Fed doit devenir restrictive, mais ne le restera pas éternellement, selon le marché. Quoi qu'il en soit, la myopie des intervenants semble interdire de parier sur des scénarios d'inflation pérenne, d'autant que le baril de WTI commence à refléter le redressement de la production américaine. Les valorisations des points morts sont pourtant attrayantes, à 2,3 % à 10 ans. En zone euro, le comportement du Schatz est erratique. La hausse des taux de 50 pb a propulsé le 2 ans vers 0,78 %, avant un plongeon de 30 pb en deux séances. Le retournement du marché reflète l'engagement de la BCE à agir « en fonction des données » (faisant bizarrement écho au mandat de la Fed ?), puis la baisse des PMI français et allemand le lendemain. Le Schatz traduit aussi un certain manque de collatéral et la recherche de sécurité face au risque italien. Le TPI est un instrument de crise qui servira davantage à éviter une contagion du risque politique italien aux autres dettes périphériques.

Le marché du crédit bénéficie de rachats de positions vendeuses. La volatilité du Crossover reste forte, mais le marché réagit aux moindres signaux favorables, comme la reprise des flux de gaz russe. L'iTraxx s'échange près de 100 pb sous les sommets récents et l'écart entre CDS et obligations sous-jacentes se normalise. Le crédit euro IG se resserre de 15 pb environ et le high yield de près de 60 pb. Les rachats se modèrent de sorte que le mouvement peut s'amplifier dans un marché creux. Le positionnement vendeur tend aussi à se réduire sur les actions. Les indices rebondissent de 3 % (Euro Stoxx 50) à 7 % (Nasdaq) sur la semaine. Les mauvaises nouvelles économiques sont finalement bien accueillies, tant elles réduisent la probabilité d'une politique monétaire plus restrictive et la volatilité implicite. C'est un paradoxe récurrent des marchés actuels, qui tend aussi à favoriser les valeurs de croissance et le facteur « qualité ».

L'euro reprend 1 % à 1,02 \$ en attendant le FOMC du 27 juillet alors que le dollar-yen se stabilise sur des niveaux élevés.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'États	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.41%	-11	-40	+103
EUR Bunds 10a	1.02%	-19	-42	+120
EUR Bunds 2s10s	60.2bp	-8	-2	+17
USD Treasuries 2a	3%	-17	-6	+227
USD Treasuries 10a	2.81%	-18	-32	+130
USD Treasuries 2s10s	-19.9bp	0	-26	-97
GBP Gilt 10a	1.94%	-22	-36	+97
JPY JGB 10a	0.2%	-4	-7	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	59.13bp	-1	+1	+22
Italie	226.74bp	+20	+34	+92
Espagne	120.29bp	-2	+12	+46
Inflation Points-morts (10a)	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.41%	-5	-14	+34
USD 10a Inflation Swap	2.66%	-3	-17	-11
GBP 10y Inflation Swap	3.79%	-13	-26	-39
EUR Indices Crédit	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	192bp	-15	-5	+97
EUR Agences OAS	83bp	-1	+10	+34
EUR Obligations sécurisées OAS	96bp	+2	+15	+50
EUR High Yield Pan-européen OAS	603bp	-57	+43	+285
EUR/USD Indices CDS 5a	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	105bp	-16	-5	+57
iTraxx Crossover	531bp	-63	-6	+289
CDX IG	85bp	-4	-10	+35
CDX High Yield	492bp	-29	-36	+199
Marchés émergents	25-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	562bp	-31	+52	+193
Devises	25-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.022	0.710	-3.486	-10.2
GBP/USD	\$1.204	0.753	-1.810	-11.0
USD/JPY	JPY 137	1.031	-0.929	-15.8
Matières Premières	25-juil.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$105.0	-\$1.3	-\$4.1	40.40106952
Or	\$1 716.9	\$7.7	-\$105.9	-6.1377
Indices Actions	25-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 972	3.69	1.54	-16.7
EuroStoxx 50	3 600	2.50	1.88	-16.3
CAC 40	6 233	2.31	2.63	-12.9
Nikkei 225	27 699	3.40	4.56	-3.8
Shanghai Composite	3 250	-0.85	-2.97	-10.7
VIX - Volatilité implicite	23.56	-6.88	-13.48	36.8

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 ...25/07/2022

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