

● Le thème de la semaine : Une analyse de la hausse des swap spreads

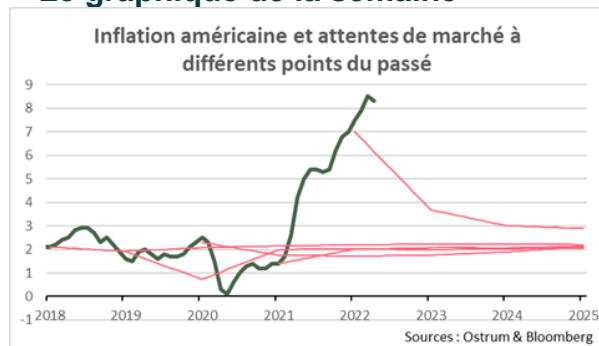
- Les spreads swap euro sont en forte hausse depuis le début de l'année.
- Les moteurs traditionnels des swap spreads, dont le resserrement de la politique monétaire et l'aversion au risque, n'expliquent qu'en partie la forte hausse des spreads.
- Nous étudions d'autres facteurs expliquant l'augmentation des swap spreads, notamment les flux de couverture des banques.

Les nouveaux besoins de couverture du risque des taux d'intérêt semblent liés à l'augmentation de la demande de prêts hypothécaires à taux fixe au cours de la dernière décennie, notamment dans les pays d'Europe du Sud.

● La revue des marchés : BCE : l'heure de vérité.

- L'emploi reste solide aux Etats-Unis ;
- Le sentiment s'améliore sur les actions malgré le discours restrictif des banques centrales ;
- Zone euro : l'inflation au-delà de 8% en mai ;
- Le Bund continue de se tendre.

● Le graphique de la semaine



Janet Yellen a présenté ses excuses pour avoir sous-estimé les pressions inflationnistes. Acte courageux alors qu'il faut bien avouer qu'elle n'est pas la seule à s'être trompée. Loin de là. Le graphique ci-contre montre les anticipations de marché qui sont restées extrêmement stables au voisinage de 2%. Le marché lui non plus n'a absolument rien vu venir.

Il est néanmoins intéressant de noter que le marché persiste et signe dans une large mesure avec des attentes d'inflation qui reconvergent rapidement vers les 3%. Certes l'objectif de la Fed est plus bas, mais une telle trajectoire, si elle se vérifie, ne nécessiterait pas un resserrement monétaire de grande ampleur. Sur ce point on peut être dubitatif, le débat n'est pas clos.

● Le chiffre de la semaine

90 %

Source : Ostrum AM

L'objectif de réduction des importations de pétrole russe de l'UE.



Stéphane Déo
Directeur stratégique marchés
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**

Une analyse de la hausse des swap spreads

Les swap spreads en euro se sont fortement élargis depuis le début de l'année en raison du durcissement des conditions financières, de l'aversion au risque induite par la guerre en Ukraine et des flux de couverture payeurs des banques.

Interpréter les swap spreads

Les swap spreads représentent un indicateur clé sur les marchés financiers. Le swap spread est fréquemment associé à l'aversion au risque, aux conditions de liquidité du marché et à la demande de couverture du risque de taux.

Une définition simple des swap spreads

Le swap spread est la différence entre la jambe de taux fixe d'un swap et le rendement d'une obligation souveraine de même échéance. Dans la zone euro, cette dernière serait le Bund allemand, l'emprunt d'Etat considéré comme le placement en euros sans risque. Les swaps sont des instruments de couverture. Les swaps de taux d'intérêt sont des contrats dérivés permettant d'échanger des paiements d'intérêts fixes contre des paiements à taux variable. La partie qui reçoit des paiements à taux fixe est donc exposée au risque de taux plus élevés.

Les swap spreads sont à la fois un indicateur de la volonté de couvrir un risque et du coût de cette couverture, des conditions de liquidité sur le marché et de l'aversion au risque.

- Le besoin de couvrir le risque de taux d'intérêt augmente les flux « payeurs », ce qui élargit les swap spreads. Les entreprises qui empruntent sur le marché, par exemple, peuvent choisir d'émettre des obligations à coupon fixe pour répondre à la demande des investisseurs, mais avoir ensuite intérêt à échanger ces taux fixes contre des taux variables lorsque la courbe des taux est pentue.
- Plus le swap spread est large, plus la prime payée pour recevoir des paiements à taux variable est importante. D'où la notion du « coût ».

- Les swap spreads constituent aussi une mesure du risque de liquidité, l'obligation d'État sans risque sous-jacente restant la référence la plus liquide, en particulier en période de tensions financières.
- La recherche de sécurité lorsque les conditions de marché sont volatiles favorisera une hausse des swap spreads. Ce repli vers l'actif le moins risqué est généralement le signal d'une montée de l'aversion pour le risque.

L'évolution de la lecture des swap spreads et la conduite de la politique monétaire

Le swap spread compare un taux interbancaire en blanc (sans actif en garantie dit collatéral) au rendement d'un emprunt d'État. Sur les marchés monétaires, le spread équivalent serait l'écart entre le taux interbancaire offert à court terme et le taux de repo de même échéance (taux des prêts garantis par du collatéral). Le collatéral se présente en effet généralement sous la forme d'obligations d'État ou de proches substituts.

Dans les années précédant la grande crise financière de 2008, la provision de liquidités à l'économie réelle reposait essentiellement sur la volonté et la capacité des banques à accorder des prêts, c'est-à-dire sur le mécanisme du multiplicateur bancaire. La monnaie de la banque centrale était en effet rare. Les banques centrales n'ajoutaient des liquidités qu'à la marge avec des opérations de refinancement bancaire aux montants limités ou, dans les périodes difficiles, grâce à son statut de prêteur en dernier ressort. La hausse sensible des swap spreads, notamment sur les maturités courtes, est en effet un fait stylisé de la crise financière américaine de 2008 et des crises souveraine (2009-2011) et bancaire (2011-2013) qui ont suivi en zone euro. Les swap spreads étaient alors considérés comme une mesure fiable du risque financier systémique, la méfiance entre les banques ayant fait exploser les primes de risque sur l'interbancaire. La diminution des encours de prêts interbancaires non garantis au profit de l'activité de repo, qui, par construction, contribue à élargir les swap spreads, s'est accéléré dans les années qui ont suivi la crise. La réglementation bancaire a en effet favorisé les financements plus sécurisés.

Au cours de la décennie suivante, le pendule de la réglementation financière a basculé vers un système de provisions de liquidités à l'économie centralisé, dans lequel les banques centrales jouent un rôle beaucoup plus important et complexe. Depuis l'avènement du système monétaire de réserves surabondantes, l'excès de liquidité sur les marchés monétaires est devenu la norme. La BCE a lancé plusieurs programmes d'achats d'actifs sur le marché (l'assouplissement quantitatif), élargi la gamme des collatéraux éligibles aux opérations de refinancement – par ailleurs devenues illimitées – et accordé des prêts aux banques à des échéances beaucoup plus longues que la

normale (TLTRO). Ainsi, la mesure de liquidité implicite dans le swap spread est devenue de plus en plus dépendante des outils de politique monétaire utilisés par les banques centrales. L'assouplissement quantitatif peut avoir élargi les swap spreads en provoquant une pénurie d'obligations d'État sans risque. En revanche, les mesures ciblées de financement des banques (TLTRO) ont pu contribuer à resserrer les spreads.

Un risque systémique en mutation ?

Il convient de souligner que le risque de contrepartie (inhérent au système bancaire) a été réduit par l'implication toujours plus grande de la BCE sur les marchés monétaires. La BCE est de fait devenue la contrepartie de la plupart des banques dans le système monétaire actuel de réserves abondantes (pour le financement comme le dépôt). Le risque de contrepartie bancaire ne semble donc plus pertinent pour expliquer le niveau des swap spreads. Au contraire, la compensation centralisée (par les chambres de compensation) des opérations de swap de taux d'intérêt devrait, du moins en théorie, annuler le risque bancaire systémique connu. Les chambres de compensation exigent en effet le dépôt de collatéral par les contreparties pour s'assurer que les transactions peuvent être réglées même en cas de faillite d'un des établissements débiteurs.

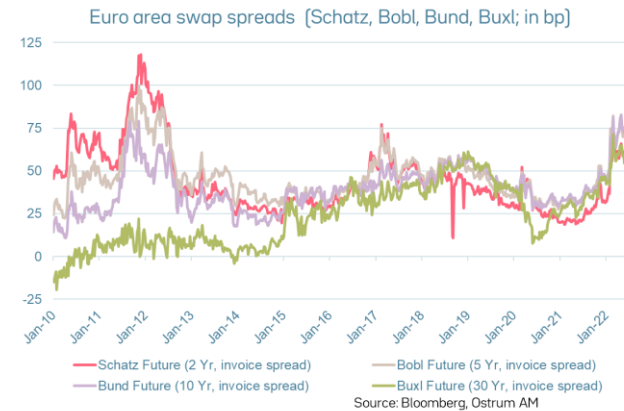
Cela étant, les swap spreads larges pourraient s'avérer le signal d'un autre type de risque systémique provenant d'institutions non bancaires telles que les grandes entreprises, les grandes institutions financières (gestionnaires d'actifs, fonds spéculatifs, prêteurs non bancaires, sociétés de capital-investissement...) ou, par exemple, des débiteurs souverains privés soudainement d'un accès aux marchés financiers. Ou, peut-être que les chambres de compensation sont elles-mêmes perçues comme systémiques. L'avenir nous le dira.

Comprendre le fort écartement du swap spread en 2022

Les raisons de l'élargissement des spreads : à nouveau le risque systémique bancaire ?

Sur les marchés financiers en euros, les swap spreads ont considérablement augmenté jusqu'à présent en 2022. Le swap spread – représenté sur le graphique ci-dessous par les invoice spreads sur les contrats à terme sur obligations allemandes – se négocie actuellement à 72 points de base pour le contrat Bund. Le spread à 10 ans, qui s'établit à un peu moins de 40 bp en moyenne depuis 2010, a même

atteint un point haut à 83 bp début mai. Les swap spreads ont augmenté sur l'ensemble des maturités en 2022.



Les niveaux des swap spreads à 10 ans sont comparables aux précédents épisodes de tensions financières extrêmes, dont la crise bancaire européenne de 2011. Cela dit, le niveau actuel du spread sur le Schatz (61 pb) est environ moitié moindre que lors de la crise bancaire (120 pb). La structure par terme des spreads de swap, actuellement pentue, n'indique pas de risque immédiat sur le système bancaire. Les réserves bancaires sont abondantes et, de manière générale, les banques de la zone euro sont en bien meilleure forme, mieux capitalisées et bien plus liquides (les coussins de liquidité du LCR totalisent 3 500 MdS €) qu'il y a dix ans. Les provisions pour pertes sur prêts des 24 plus grandes banques de la zone euro ont néanmoins atteint 9 milliards d'euros au premier trimestre 2022. La guerre en Ukraine a forcé des désinvestissements de Russie et une réévaluation du risque de crédit. Si les risques bancaires doivent toujours être surveillés, il est peu probable que la situation actuelle soit le principal moteur de la hausse des swap spreads.

Les swap spreads, reflet des outils de politique monétaire

Les swap spreads ont en fait commencé à s'élargir à l'été 2021. À l'époque, il était de plus en plus clair que la poussée d'inflation n'était pas transitoire et nécessiterait l'intervention des banques centrales mondiales. La BCE s'est jointe tardivement au mouvement de resserrement monétaire, mais le caractère accommodant de la politique monétaire a été réduit. L'assouplissement quantitatif arrivera à son terme fin juin et les taux d'intérêt devraient être relevés en juillet. Les marchés ont tendance à se focaliser sur les changements marginaux (la dérivée seconde) et l'inflexion attendu de l'excès de liquidité est désormais prise en compte. En outre, la tarification du TLTRO deviendra bientôt moins favorable aux banques. Le taux bonifié qui réduit les intérêts de 50 pb au cours des deux dernières années prendra fin en juin 2022. Les TLTRO à trois ans conclus en

juin 2020 pour un montant de 1 300 Mds € seront remboursés dans un an. Les banques sont déjà actives pour assurer leur refinancement sur le marché. Les émissions d'obligations sécurisées (covered bonds) ont augmenté et le total emprunté pourrait atteindre 160 à 180 milliards d'euros en 2022. Les obligations sécurisées sont considérées comme des 'proxy-swap' et l'augmentation des émissions peut avoir contribué à l'élargissement des swap spreads. En outre, l'assouplissement quantitatif passé et la faiblesse des taux directs avaient limité la volatilité des marchés de taux. Alors que la BCE met fin au QE, les swap spreads se sont élargis parallèlement au rebond de la volatilité.

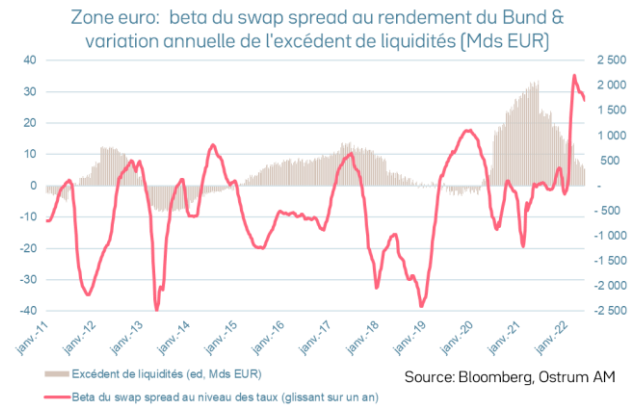
The changing directionality of swap spreads: positive directionality in 2022

Les écarts de swap peuvent aussi bien augmenter que diminuer en réponse aux variations des rendements obligataires sous-jacents.

Les swap spreads ont évolué à l'inverse des rendements obligataires pendant la majeure partie de la période de QE. L'assouplissement quantitatif vise en effet à encourager les réallocations de portefeuille des obligations sans risque vers des produits à spreads (obligations sécurisées, crédit d'entreprise, high yield...). Ce canal de transmission de la politique monétaire via les portefeuilles d'investissements, visant à influencer sur les conditions économiques et financières, devrait resserrer les swap spreads.

Cependant, en 2022, les swap spreads en euro ont augmenté parallèlement à la hausse des rendements obligataires. Cette corrélation positive est l'exception plutôt que la règle, mais elle n'est pas rare. Entre janvier et septembre 2019, la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE avait engendré une telle directionnalité positive. Si les injections de liquidité liées au QE gonflent les valorisations des actifs (et réduisent les spreads), l'inverse doit être vrai lorsque la politique monétaire devient restrictive. Le ralentissement de l'excédent de liquidités augmente les primes de risque, de sorte que les swap spreads augmentent conjointement aux rendements obligataires.

Sur le graphique ci-dessous, nous comparons le bêta hebdomadaire estimé du swap spread sur les rendements obligataires sur une fenêtre glissante d'un an à l'excédent de liquidité dans la zone euro. Cette directionnalité positive paraît extrême mais cohérente avec le ralentissement de l'excédent de liquidité. Comme indiqué ci-dessus, la contraction de la liquidité excédentaire due à la sortie du QE en 2019 avait eu un effet similaire. À l'inverse, les remboursements de LTRO de 2012 a été initialement suivi par des bêtas croissants et positifs des spreads de swap par rapport aux rendements du Bund, sans doute en raison des risques élevés sur la solvabilité des banques.



Risque de crédit allemand, flux obligataires périphériques & aversion au risque

Les swap spreads en euros, c'est-à-dire les spreads du Bund contre swap, renseignent également sur le risque de crédit souverain de l'Allemagne. L'Allemagne est évidemment notée AAA et a un profil de crédit stable. L'excédent budgétaire et l'offre limitée de Bund ont longtemps maintenu les swap spreads à un niveau élevé en raison de la rareté du Bund aggravée par ailleurs par les achats de QE de la BCE. Le resserrement de l'asset swap spread du Bund (l'opposé des swap spreads) n'est pas imputable à une amélioration du risque de crédit. Au contraire, l'augmentation attendue des dépenses militaires d'environ 100 milliards d'euros (qui doit encore être approuvée par le Parlement) nécessitera des emprunts supplémentaires et pourrait entraîner un resserrement des swap spreads (dégradation du crédit).

Il est cependant possible que la réduction du positionnement acheteur sur les souverains périphériques ait conduit à des reports sur le Bund plus sûr. La sortie progressive du QE représente un plus grand risque pour les emprunts souverains au profil de crédit plus fragile, notamment l'Italie, que sur le Bund allemand. Les considérations de valeur relative a certainement joué un rôle dans la hausse des swap spreads.

La couverture du risque de convexité atteint l'Europe

La tendance actuelle à la hausse des swap spreads semble sans lien avec le crédit bancaire, et seulement partiellement imputable à la politique monétaire de la BCE ou à l'aversion pour le risque ayant conduit à une réduction de l'exposition aux obligations souveraines périphériques.

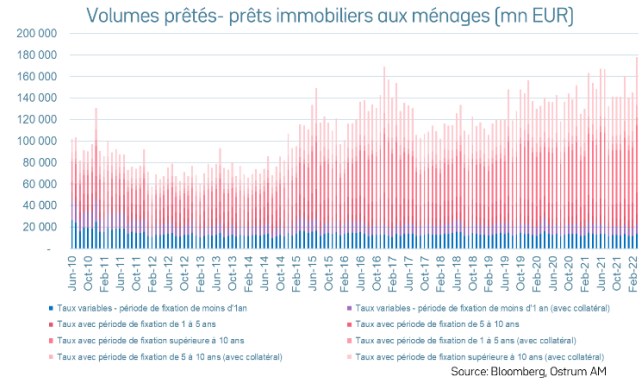
Les flux de couverture du risque de taux pourraient être le

nouveau déterminant des swap spreads en euro. En effet, la période prolongée de taux bas et négatifs a profondément modifié l'activité de crédit immobilier en Europe. Les banques de la zone euro sont naturellement exposées au risque de hausse des taux longs compte tenu de leur activité de transformation de maturité (d'où la durée longue). L'allongement de la durée des prêts hypothécaires (dont une grande partie est conservée par les banques) à mesure que les taux d'intérêt augmentent obligent les prêteurs à « payer » (ou couvrir) les taux de swap lorsque les taux accélèrent à la hausse.

Ainsi, la couverture des risques par les banques exerce une pression à la hausse sur les taux de swap. Ce problème de sensibilité aux taux est bien connu sur les marchés hypothécaires américains. Les agences fédérales (Fannie Mae, Freddie Mac...) sont de gros « payeurs » de swap dans un environnement haussier sur les taux pour couvrir le risque de ralentissement des remboursements anticipés de prêts (c'est-à-dire d'extension de la durée du portefeuille de prêts). Ce risque de convexité découle ainsi des taux d'intérêt plus élevés et de l'allongement induit de la durée des prêts.

Avant la crise souveraine et bancaire européenne de 2011 à 2013, les prêts hypothécaires à taux variable étaient la norme dans certains pays de la zone euro, dont l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et l'Italie. En revanche, les Pays-Bas, la Belgique, la France et l'Allemagne ont toujours eu une très faible part de prêts immobiliers à taux variable. La part des prêts à taux variable dans les économies périphériques de la zone euro a diminué considérablement, passant de 80 % à environ un tiers du total des nouveaux prêts en une dizaine d'années. Le Portugal fait exception, les prêts à taux variable représentant encore les deux tiers du total (par rapport à 80 % environ auparavant).

Au total, les prêts à taux variable ne représentaient plus que 13 % du total des prêts immobiliers en mars 2022, contre 33 % en moyenne sur 12 mois en juin 2011. La baisse est significative compte tenu de l'augmentation constante des encours de prêts sur la dernière décennie. Les montants de dette à taux variable émis mensuellement sont stabilisés autour de 20 Mds € par mois désormais. Parallèlement, la période initiale de fixation des taux s'est allongée. En effet, 60 % de tous les prêts hypothécaires émis en mars 2022 dans la zone euro ont une période initiale de fixation du taux supérieure à 10 ans (l'essentiel étant de la dette à taux fixe). Cette proportion de 60 % est le double des 33 % en moyenne qui prévalait entre juillet 2010 et juin 2011.



Le développement de prêts immobiliers à taux fixe est une raison fondamentale de la hausse des swap spreads dans un contexte de pression à la hausse sur les rendements obligataires à long terme. Les banques du sud de l'Europe ont dû s'adapter à la demande croissante de prêts à taux fixe (ou de périodes plus longues fixation des taux d'intérêt). Les flux bancaires de couverture sur les taux des swaps à long terme ont joué un rôle clé dans l'élargissement des swap spreads à long terme.

Perspectives pour les swap spreads

Les spreads swap euro sont élevés historiquement au-dessus de 70 pb sur les maturités 10 ans. Selon notre estimation, la valeur d'équilibre des swap spreads du bund pourrait osciller autour de 60-65 pb actuellement et devrait revenir vers la norme à long terme de 40-50 pb.

Un tel rétrécissement des swap spreads requiert plusieurs facteurs. L'aversion pour le risque devrait progressivement reculer. La guerre en Ukraine et la faible croissance en Chine sont actuellement les deux principaux obstacles à une baisse durable de l'aversion pour le risque des investisseurs. L'issue de la guerre est très difficile à prévoir à ce stade. Une guerre d'usure allongerait le processus de normalisation et maintiendrait la volatilité des taux d'intérêt à des niveaux élevés. Les premiers signes d'amélioration en provenance de Chine constituent une lueur d'espoir. Parallèlement, la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire sous peu, ce qui réduira l'excédent de liquidité. La liquidité et la solvabilité des banques ne sont pas un problème à ce stade. Au fur et à mesure que les anticipations de taux et les rendements obligataires augmentent, la demande de couverture des prêteurs immobiliers maintient une pression haussière sur les taux de swap. Les taux de la BCE devraient ainsi remonter à partir de juillet mais la BCE sera attentive à la transmission de la politique monétaire dans la zone euro afin de limiter les risques sur les spreads obligataires périphériques. Un discours accommodant malgré l'action de resserrement

pourrait limiter les flux de recherche de sécurité favorable au Bund (et réduire la pression à l'élargissement des swap spreads de swap). Dans l'ensemble, il convient de souligner qu'il y a de la valeur dans les stratégies de portage sur le swap spread. Recevoir le taux de swap tout en des contrats à terme (Bund) semble judicieux.

Conclusion

La forte augmentation des swap spreads en euros est un fait marquant des marchés financiers en 2022. L'aversion pour le risque liée à la guerre en Ukraine et au resserrement monétaire a exercé une pression à la hausse sur ces spreads. Les primes de risque se reconstituent.

Cependant, ces facteurs habituels ne suffisent pas à expliquer l'ampleur de la variation des swap spreads. L'évolution de la structure des marchés du crédit immobilier avec une part croissante des prêts à taux fixe ont entraîné une augmentation des besoins de couverture dans le secteur bancaire, en particulier en Europe du Sud.

Axel Botte

● La revue des marchés

BCE : l'heure de vérité

L'amélioration du sentiment permet un rebond des actions mais les Banques centrales réitèrent leur message restrictif

Le pessimisme de la première moitié du mois de mai semble se dissiper sur les marchés mondiaux. Le déconfinement annoncé de Shanghai laisse entrevoir une reprise de l'activité en Chine et du commerce international. L'annonce d'une augmentation de la production pétrolière de l'OPEP+ est également bienvenue. Ces signaux favorables semblent avoir pris le dessus sur le discours toujours plus restrictif des banquiers centraux de la Fed. D'autres banques centrales telles la BoC ou la RBNZ ont aussi insisté sur la nécessité d'un tour de vis supplémentaire. Les taux se tendent en zone euro (Bund à 1,27 %) où Philip Lane jette l'éponge pour se rallier au camp des faucons. Une hausse des taux en juillet sera sans nul doute annoncée lors de la réunion de la BCE le 9 juin. Le rebond des actions s'est aussi accéléré après l'ajustement du dollar à la baisse. Le billet vert est un baromètre de l'aversion pour le risque mais il semble que son potentiel haussier soit désormais consommé. Le rebond des indices boursiers s'accompagne d'un resserrement des spreads des obligations privées. Le crédit européen reste toutefois en retard par rapport à son équivalent américain. La dette souveraine fait exception compte tenu des risques associés au relèvement prochain des taux d'intérêt. La communication de Christine Lagarde sera clé pour l'évolution des spreads à court terme.

La croissance américaine continue surprendre par sa résilience. Les créations d'emplois s'élèvent à 390k en mai de sorte que le taux de chômage se maintient à 3,6%. Les postes à pourvoir n'indiquent aucune inflexion dans la demande de travail. La masse salariale est d'ailleurs en hausse de près de 9% sur un an. Certes, un rééquilibrage s'opère avec la hausse rapide des taux hypothécaires qui réduit désormais sur l'investissement résidentiel. La consommation durable liée au cycle immobilier devrait suivre mais laisser place à davantage de dépenses en services. Parallèlement, l'investissement des entreprises est soutenu. En outre, l'augmentation des importations de mars s'est modérée en avril de sorte que le solde extérieur contribuera positivement à la croissance au deuxième trimestre. Dans ce contexte, une pause dans le resserrement monétaire en septembre, espérée par certains intervenants, n'aurait pas lieu d'être. C'est le message que Lael Brainard s'efforce de relayer. En zone euro, le chiffre d'inflation (8,1 % en mai selon l'IPCH flash) efface les dernières réticences à un durcissement monétaire. L'inflation continue de surprendre à la hausse dans la majorité des pays et les prix à la production n'indiquent aucun répit à venir. Le pétrole s'est stabilisé après avoir touché 120 \$ le baril. Les sanctions européennes visent à réduire de 90% les importations de brut russe dès cette

année. L'OPEP+ annonce une hausse des quotas de 648k barils dès le mois de juillet mais les contraintes de production qui concernent tous les membres du cartel hormis l'Arabie Saoudite et les Emirats limiteront la hausse réelle à 200k barils. Ce geste est néanmoins bienvenu car il laisse entrevoir une détente dans les relations des Etats-Unis avec le Royaume saoudien.

Le Bund s'est envolé de 30 pb la semaine passée pour tendre vers 1,30%. Une hausse de 50 pb en juillet est évoquée par certains membres du Conseil de la BCE. L'ensemble des maturités décalent à la hausse. Aux Etats-Unis, le T-note suit la direction du Bund avec un mouvement haussier de 20 pb. Le 10 ans américain remonte vers 3%. Le discours volontariste de la BoC après la hausse attendue de 50 pb laisse présager de nouveaux relèvements de 50 pb, voire de 75 pb. La RBNZ, à l'avant-garde du cycle monétaire mondial, relevait également ses perspectives de taux. La Fed doit encore convaincre les marchés que la neutralité n'est pas nécessairement le point terminal de ce cycle. En zone euro, les dettes périphériques sont les plus exposées au durcissement monétaire. Les risques asymétriques inhérents à la zone euro sont difficilement gérables par la BCE, malgré les probables éléments de langage. La flexibilité restera le maître mot de la politique de la BCE. Le spread italien à 10 ans est repassé au-dessus de 200 pb entraînant les dettes ibériques dans son sillage. Les notations les plus fragiles sont vendues en priorité. Ainsi, les souverains français et belge échappent en revanche à la défiance des investisseurs, pour le moment.

Les marchés du crédit se sont stabilisés après un mois de mai difficile. Le swap spread reste néanmoins élevé au-delà de 70 pb à 10 ans, ce qui semble contraindre la performance des covered bonds. L'IG européen se resserre en revanche de 7 pb à 163 pb contre Bund. La vague de rachat des actifs risqués se décline les spreads d'obligations d'entreprise. L'embellie est même plus marquée sur le high yield dont les spreads se détendent de 36 pb sur une semaine à 479 pb. Ces variations réduisent quelque peu le déficit de performance du crédit européen par rapport aux marchés américains depuis un mois.

Malgré le rebond, les marchés d'actions cherchent encore une direction après un début d'année très difficile. Les valeurs à forts dividendes ont surperformé, affichant des performances positives malgré le contexte particulièrement difficile. Les indices sont devenus plus sensibles aux annonces de grandes valeurs telles Microsoft dont les résultats souffrent du dollar fort ou Amazon et Tesla qui restreignent leurs embauches. Les valorisations et la sensibilité au taux restent un frein à la thématique de croissance. En Europe, les bancaires ne profitent plus de la hausse des taux d'intérêt.

Axel Botte
Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.68%	+18	+36	+130
EUR Bunds 10a	1.32%	+20	+19	+150
EUR Bunds 2s10s	63.5bp	+2	-17	+20
USD Treasuries 2a	2.73%	+17	0	+200
USD Treasuries 10a	3.03%	+19	-10	+152
USD Treasuries 2s10s	29.8bp	+1	-9	-48
GBP Gilt 10a	2.25%	+15	+26	+128
JPY JGB 10a	0.25%	+0	-3	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	51.9bp	+0	+0	+14
Italie	208.1bp	+9	+9	+73
Espagne	115.73bp	+6	+6	+41
Inflation Points-morts (10a)	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.61%	-8	-47	+51
USD 10a Inflation Swap	3.08%	+11	-4	+30
GBP 10y Inflation Swap	4.24%	-27	-23	+6
EUR Indices Crédit	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	161bp	-2	+0	+66
EUR Agences OAS	66bp	+3	-1	+17
EUR Obligations sécurisées OAS	73bp	+2	-6	+27
EUR High Yield Pan-européen OAS	467bp	-20	-21	+149
EUR/USD Indices CDS 5a	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	89bp	+1	-9	+41
iTraxx Crossover	444bp	+5	-25	+201
CDX IG	82bp	+2	-7	+32
CDX High Yield	477bp	+16	-16	+184
Marchés émergents	7-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	444bp	-11	-1	+75
Devises	7-juin-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.069	-0.419	1.212	-6.0
GBP/USD	\$1.248	-0.992	1.176	-7.8
USD/JPY	JPY 133	-3.052	-1.831	-13.3
Matières Premières	7-juin-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$120.1	\$4.5	\$9.3	59.50610728
Or	\$1 844.5	\$7.1	-\$9.7	0.8359
Indices Actions	7-juin-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 121	-0.89	-0.05	-13.5
EuroStoxx 50	3 815	0.69	5.13	-11.2
CAC 40	6 517	0.74	4.13	-8.9
Nikkei 225	27 944	2.43	3.48	-2.9
Shanghai Composite	3 242	2.94	8.00	-10.9
VIX - Volatilité implicite	25.07	-4.28	-16.96	45.6

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-1800014 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 ...08/06/2022

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