

## ● Le thème de la semaine : *Trades* de base : jusqu'ici tout va bien.

- Les crises surviennent lorsque les valeurs sûres se révèlent risquées : les exemples abondent, comme la crise des repo aux États-Unis en 2019 ou l'effondrement du marché des Gilts il y a un an ;
- La réglementation plus stricte après la GFC a rendu plus coûteuses les activités de tenue de marché pour les banques, parallèlement au QE de la Fed qui retirait des titres du marché ;
- La BRI et la Fed s'inquiètent de l'ampleur des *trades* de base mises en œuvre par les fonds à effet de levier et les arbitragistes ;
- Les *trades* de base visent à profiter de petites différences de prix entre les obligations du Trésor et les contrats à terme en utilisant l'effet de levier ;
- Les arbitragistes et autres apporteurs de liquidité ont un rôle à jouer pour lisser les prix et réduire les primes d'illiquidité dans l'écosystème financier, mais un effet de levier excessif peut être source d'instabilité.

## ● La revue des marchés : La pente est forte

- La pente des courbes s'accroît ;
- États-Unis : l'emploi reste très solide ;
- Les spreads et les actions subissent la hausse des taux réels ;
- L'attaque sur Israël risque d'embraser la région.

## ● Le graphique de la semaine



Les prix de l'or, mesurés en dollars américains par once, sont généralement alignés sur les marchés de Shanghai et de Londres. Depuis quelques jours, on observe un écart inédit de 150 \$ entre les deux marchés.

Cependant, les prix de l'or en Chine semblent désormais déconnectés du marché londonien. Les prix de l'or à Shanghai sont restés élevés tandis que les prix londoniens plongeaient en réponse à la hausse des taux d'intérêt réels sur le marché monétaire du dollar américain.

Il semble que les investisseurs chinois, confrontés à l'incertitude sur la croissance et à la baisse de l'immobilier, recherchent une réserve de valeur et accumulent de l'or. Cela pourrait également refléter une augmentation des achats d'or par la PBoC.

## ● Le chiffre de la semaine

**-15,9**

Source : Bloomberg

Soit la baisse des prix en pourcentage des logements dans l'ancien en Allemagne depuis le sommet d'avril 2022 atteint à la suite de l'assouplissement monétaire de 2020.



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marchés  
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**  
**Trades de base :**  
**jusqu'ici tout va bien.**

Les Banques centrales et les régulateurs s'inquiètent souvent des conséquences possibles de paris univoques et d'un effet de levier excessif dans le système financier. Cependant, lorsque la réglementation se durcit à une extrémité du système financier, les risques resurgissent à l'autre extrémité. À la suite de la crise financière de 2008, la réglementation a réduit l'incitation des banques à participer activement au marché obligataire. Les *hedge funds* et les arbitragistes ont pris le relais des banques et sont devenus des apporteurs de liquidités essentiels sur le marché des bons du Trésor américain. Leur rôle s'est encore élargi depuis le début du resserrement quantitatif de la Fed. Dans cet article, nous évoquons les *trades de base*, la courroie de transmission entre le marché obligataire et le produit dérivé, sur laquelle se penchent actuellement le régulateur et les autorités monétaires.

**L'effet de levier caché**

Les crises financières ne surviennent pas lorsque les paris risqués tournent mal, mais lorsque les actifs perçus comme « sans risque » sont sous pression et, que temporairement, ils ne peuvent plus être considérés comme valeur refuge. Les actifs sûrs comme les bons du Trésor américain peuvent devenir des sources de stress comme en mars 2020 avec le Covid, lors de la crise des Gilts au Royaume-Uni, il y a un an, ou l'effondrement de la Silicon Valley Bank, au printemps dernier. Le changement de paradigme qui s'ensuit se répercute sur le système financier, provoquant des perturbations dans les échanges de titres, puisque tous les actifs financiers risqués sont évalués à partir des obligations sans risque. En d'autres termes, les bons du Trésor sont une brique essentielle du système financier. En conséquence, une crise financière resserrerait les conditions de crédit et aggraverait défavorablement sur la croissance économique.

**Parier sur la base**

La Banque des règlements internationaux et les économistes de la Fed ont mis en lumière une augmentation rapide des engagements des *hedge funds* sur le marché des obligations du Trésor américain sous la forme de trades de base. Un pari sur l'évolution de la base consiste à arbitrer des contrats à terme et des obligations et à tirer profit du faible différentiel de prix entre les deux instruments financiers, en utilisant de l'effet de levier. Les *hedge funds* vendent les contrats à terme et achètent les obligations au comptant qu'ils peuvent vendre à la contrepartie à l'échéance du contrat à terme. Cette base est réduite sur les Treasuries ; les spéculateurs doivent donc utiliser l'effet de levier pour atteindre des rendements élevés.

Bien qu'il soit difficile de déterminer l'ampleur de l'exposition agrégée sur ces trades de base, les positions vendeuses de futures des fonds à effet de levier paraissent démesurées. Le graphique ci-dessous montre l'exposition vendeuse brute sur les contrats à terme T-note des fonds spéculatifs : 1,8 million de contrats représentent une valeur notionnelle de 180 milliards de dollars. La Commodity Futures Trading Commission compile des données sur le positionnement des contrats à terme sur obligations réparties par catégories d'acteurs du marché, notamment les *hedge funds*, les gérants d'actifs et les primary dealers (spécialistes en valeurs du Trésor). Une position vendeuse ne reflète pas nécessairement un pari sur l'évolution de la base : elle peut être utilisée pour couvrir le risque de taux d'intérêt sur une obligation crédit, mais, selon toute vraisemblance, la situation actuelle va bien au-delà des besoins de couverture.

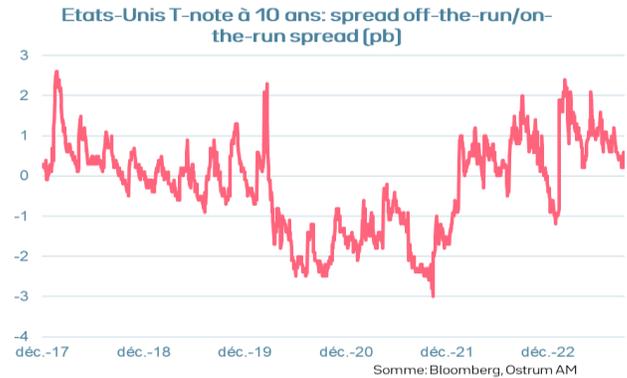


Les économistes de la Fed affirment que ces trades de base constituent un risque pour la stabilité financière. La BRI souligne le risque de dislocation des marchés.

Dans ce contexte, les arbitragistes jouent un rôle essentiel dans le fonctionnement du marché des obligations du Trésor américain. Ils assument le risque de liquidité (c'est-à-dire qu'ils assurent la liquidité du marché) et contribuent à réduire les écarts de prix le long de la courbe des taux. Sans ces intermédiaires, il serait plus coûteux d'emprunter pour le Trésor américain et plus difficile d'investir pour les investisseurs finaux.

En outre, le marché des obligations du Trésor américain a quintuplé depuis 2008, pour atteindre aujourd'hui 25 000 milliards de dollars. Entre-temps, les *primary dealers*, un groupe de 24 banques qui négocient directement avec le Trésor américain, ont réduit leurs activités de tenue de marché, par suite de la nouvelle réglementation bancaire les dissuadant de détenir des obligations. Pendant des années, la Réserve fédérale a comblé le vide avec plusieurs programmes d'assouplissement quantitatif, mais elle fait aujourd'hui marche arrière, car l'inflation élevée requiert une politique monétaire plus restrictive. En outre, ces achats de la Fed ne fournissaient pas de liquidité quotidienne sur le marché secondaire, mais retirent les titres du marché. D'autres acteurs du marché, notamment les *hedge funds*, les arbitragistes et, plus généralement, les comptes spéculatifs, ont saisi l'opportunité pour profiter des écarts de liquidité.

Des poches d'illiquidité sont donc apparues sur le marché du Trésor américain. Les spreads « off-the-run/on-the-run », qui mesurent la différence de prix entre l'ancienne obligation de référence et le titre le plus liquide actuellement, ont augmenté depuis la fin des politiques d'assouplissement quantitatif. Une volatilité plus élevée a probablement accentué ces écarts de prix, ce dont les arbitragistes cherchent à tirer profit. Le spread sur la première obligation *off-the-run* n'est que de 1 ou 2 points de base en moyenne.



## Risque moral

Compte tenu du recours à l'effet de levier dans les trades de base – induit par un achat au comptant d'obligations financé sur le marché des pensions – le risque d'aléa moral est présent. Les acteurs du marché pourraient penser que la Fed interviendrait pour apaiser les tensions sur le marché du repo en cas de problème, comme ce fut le cas en septembre 2019. La liquidation de *trades* de base a probablement joué un rôle dans la phase de dislocation du marché en mars 2020. Ce filet de sécurité implicite encouragerait une plus grande prise de risque sur ces transactions. Préserver la stabilité financière requiert souvent de décourager la prise de risques excessifs.

Ce type de pari peut tourner court si les banques réduisent leurs risques en période de tensions sur les marchés et diminuent les prises en pension. Lorsque le financement des pensions se raréfie et se renchérit, les arbitragistes auront le choix de conserver leur exposition devenue moins profitable ou de la liquider, entraînant des conséquences possibles sur d'autres marchés financiers.

Le taux SOFR, taux de référence sur le marché monétaire américain, est jusqu'à présent resté proche du taux directeur de la Fed. Le marché est sans doute protégé par la facilité de repo permanente de la Fed, qui lui permet d'acheter des bons du Trésor auprès des banques en période de tensions sur les liquidités. Bien que les *hedge funds* n'aient pas accès à cette facilité, l'écosystème du marché monétaire est globalement plus sûr.

## L'angle réglementaire

La Securities and Exchange Commission (SEC) a proposé de nouvelles règles. Les fonds spéculatifs et les intervenants opérant sur le marché du Trésor pourraient être tenus de s'inscrire en tant que « dealers », ce qui renforcerait la supervision de leurs activités de négociation. Ces nouvelles exigences réglementaires ont probablement peu de chance d'être adoptées. Les *hedge funds* feraient pression contre une telle supervision, arguant du fait que leur rôle entre le marché obligataire et les produits dérivés est devenu essentiel au fonctionnement des marchés.

## Conclusion

**La réglementation financière a toujours des conséquences inattendues. Alors que des règles plus strictes ont contraint les banques à réduire leurs activités de marché, des entités moins réglementées, comme les *hedge funds* et les arbitragistes, ont pris le relais et sont devenues essentielles au fonctionnement des marchés. Les *trades* de base font le lien entre le marché obligataire, les contrats à terme sur obligations et le marché du repo. Dans ce contexte, il paraît certain que le déboucement forcé de ces expositions aurait des conséquences sur la stabilité financière et potentiellement sur les perspectives économiques.**

**Axel Botte**

## • La revue des marchés

### La pente est forte

**La pentification des courbes s'accélère et engendre des tensions sur les taux qui font tache d'huile sur les spreads et à un degré moindre sur les actions. L'attaque du Hamas en Israël menace d'embraser de nouveau la région.**

Les niveaux de taux continuent de marquer les esprits. Le T-bond à 30 ans s'échange à 5% pour la première fois depuis 2007. L'ampleur des pertes obligataires depuis mars 2020 est désormais comparable à l'effondrement du Nasdaq à l'éclatement de la bulle internet. Le Bund oscille autour de 3%. La pression haussière s'est toutefois atténuée avec le repli surprenant du pétrole (-8 \$ la semaine passée) et des métaux industriels avant l'attaque du Hamas dans le sud d'Israël. Une escalade raviverait la hausse du baril et amplifierait la défiance des investisseurs. L'appréciation du dollar se modère temporairement au profit du yen, soutenu par les rumeurs d'intervention, et de l'euro grâce à l'amélioration des termes de l'échange. Les devises émergentes sont sous pression. La hausse des rendements sans risque, ravivée par l'emploi américain, engendre des dégagements sur les spreads souverains et de crédit en Europe. Les swap spreads se tendent de nouveau en lien avec le rebond de la volatilité implicite des actions. Le marché des actions, en baisse cette semaine, s'ajuste à un environnement de taux défavorable. Les plus petites capitalisations souffrent en Europe alors que le facteur « qualité » amortit la chute.

L'économie américaine a connu une croissance forte au 3<sup>ème</sup> trimestre probablement de l'ordre de 3,5 à 4% en rythme annuel. Les créations d'emplois nettes avoisinent 800k entre juillet et septembre, avec une contribution forte du secteur public. Le taux de chômage se maintient à 3,8% indiquant que la hausse de la participation entrevue le mois dernier se traduit rapidement en emplois. Les postes à pourvoir avaient d'ailleurs été revus à la hausse au mois d'août à 9,3 millions. Les enquêtes sont majoritairement à la hausse et les nouvelles commandes supérieures aux stocks laissent envisager un mini-cycle haussier dans l'industrie dans les mois à venir. La Fed relèvera probablement son taux en novembre. A l'inverse, la zone euro stagne. Les ventes au détail en baisse de 1,2% en août préfigurent une croissance quasi nulle entre juillet et septembre. Les ménages continuent d'épargner de sorte que la désinflation n'a pas l'effet escompté sur la demande interne. La BCE n'agira plus

sur ses taux même si d'autres mesures de resserrement monétaire se poursuivront.

La « désinversion » des courbes de taux s'accélère aux Etats-Unis. Le spread 2-10 ans vaut -26 pb sur le marché des Treasuries contre -77 pb le 20 septembre. Les tensions répétées sur les taux à long terme alimentent la défiance des intervenants sur les maturités longues, au risque de créer les conditions d'un Krach d'autant que les enquêtes de positionnement révèlent un consensus encore légèrement acheteur. La capitulation n'a pas encore eu lieu. En zone euro, le Bund avoisine 3% alors que l'Estr se situe à 3,90%. Cet écart pousse les flux vers les fonds monétaires et surtout l'épargne bancaire à terme. La normalisation des rendements obligataires entraîne un ajustement des primes de risque. Les spreads souverains s'écartent régulièrement. L'OAT à 10 ans s'approche de 60 pb et son équivalent italien se situe au-delà de 200pb malgré le nouveau succès d'émissions (15 Mds € levés contre 18 Mds € en juin) auprès des particuliers avec le BTP Valore à 5 ans. La révision des déficits italiens justifie des spreads plus élevés. Par ailleurs, l'adjudication d'OAT à 30 ans en France a rencontré une demande réduite la semaine passée. Le Portugal, dont la note a été relevée récemment, résiste néanmoins.

Le contexte de marché est similaire sur le crédit. Le spread contre swap de l'IG en euro ressort à 98 pb en hausse de 6p sur une semaine. Les indices de crédit reflètent une hausse de l'aversion pour le risque. Quelques dossiers (foncières, Alstom après de mauvais résultats) apparaissent sous pression. L'indice XO s'est échangé à 474 pb au plus haut vendredi et le marché du high yield a fini par rattraper le mouvement d'écartement sur le XO. Le mouvement d'élargissement est assez uniforme et fonction du bêta, ce qui caractérise un marché dominé par les flux d'ETFs. La tension des spreads rend peu probable un retour des émissions à court terme. Le positionnement sur le high yield européen est décrit comme légèrement long. Le marché du high yield américain connaît une évolution similaire.

Les actions enregistrent une baisse limitée à 1%. Le cumul des flux sortants atteint 50 Mds € depuis le début de l'année, il n'y a donc pas de surexposition aux actions chez la plupart des institutionnels. Les petites valeurs souffrent, la qualité résiste. Toutefois, le discours des entreprises devient plus prudent sur les marges.

**Axel Botte**

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.1 %	-13	+2	+34
EUR Bunds 10a	2.86%	-7	+25	+29
EUR Bunds 2s10s	-24 bp	+7	+23	-5
USD Treasuries 2a	5.08 %	-2	+9	+66
USD Treasuries 10a	4.8 %	+12	+54	+93
USD Treasuries 2s10s	-28 bp	+15	+45	+27
GBP Gilt 10a	4.56 %	-1	+14	+89
JPY JGB 10a	0.81 %	+3	+15	+38
EUR Spreads Souverains (10a)	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	65 bp	+9	+11	+10
Italie	207 bp	+18	+33	-8
Espagne	114 bp	+7	+10	+5
Inflation Points-morts (10a)	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR OATi	247 bp	+1	-19	-
USD TIPS	232 bp	-3	-2	+2
GBP Gilt Indexés	383 bp	-3	+1	+20
EUR Indices Crédit	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	162 bp	+9	+6	-5
EUR Agences OAS	80 bp	+4	+7	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	87 bp	+2	+7	+3
EUR High Yield Pan-européen OAS	475 bp	+28	+31	-37
EUR/USD Indices CDS 5a	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	88 bp	+6	+17	-3
iTraxx Crossover	463 bp	+25	+67	-11
CDX IG	75 bp	0	+12	-7
CDX High Yield	492 bp	+1	+66	+8
Marchés émergents	9-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	452 bp	+22	+30	0
Devises	9-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.053	+0.38	-2.06	-1.64
GBP/USD	\$1.217	+0.55	-2.78	+0.75
USD/JPY	¥149.15	+0.45	-1.8	-12.09
Matières Premières	9-oct.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (\$)
Brent	\$87.9	-\$2.8	-\$2.1	\$6.3
Or	\$1 848.8	\$17.2	-\$74.6	\$24.8
Indices Actions	9-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 309	0.48	-3.34	12.22
EuroStoxx 50	4 115	-0.55	-2.88	8.47
CAC 40	7 024	-0.62	-2.99	8.50
Nikkei 225	30 995	-2.71	-4.94	18.78
Shanghai Composite	3 097	-1.13	-0.64	0.25
VIX - Volatilité implicite	18.96	7.67	36.99	-12.51

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## 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 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://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 ...09/10/2023

### 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](http://www.ostrum.com)