



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

● **Le thème de la semaine : Un mot sur les turbulences du marché des Gilts britanniques**

par Axel Botte

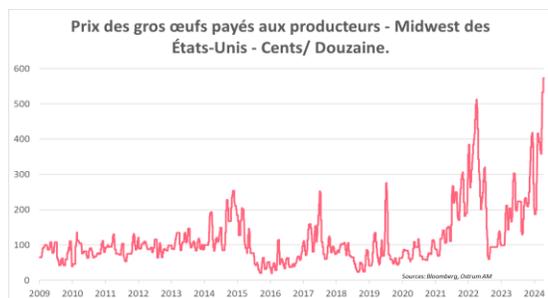
- Les rendements des Gilts britanniques ont fortement augmenté depuis le début de l'année, dans un contexte de baisse généralisée des marchés obligataires mondiaux. Les Gilts à 10 ans s'échangent désormais au-dessus de 4,80 %, tandis que le 30 ans reste proche de ses sommets depuis 28 ans, autour des 5,40 %.
- La chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, devra convaincre les investisseurs que les déficits budgétaires sont sous contrôle. La marge de manœuvre pour les dépenses d'investissement public s'est réduite avec le ralentissement économique des derniers mois de 2024. Reeves devra retrouver des marges de manœuvre à hauteur de 12 milliards de livres pour financer ces investissements.
- Les tensions actuelles sur le marché des Gilts ont été comparées à la crise de 2022 qui a mis fin au mandat de Liz Truss. Cependant, l'engagement du gouvernement Starmer de maintenir une politique budgétaire responsable paraît plus crédible aujourd'hui. Kwarteng et Truss n'avaient pas réussi à convaincre les marchés de leur engagement à préserver une trajectoire budgétaire saine.
- Actuellement, il n'y a pas de vente panique sur les marchés des Gilts comparable aux liquidations forcées alimentées par les gestions LDI en 2022. La BoE dispose des moyens nécessaires pour intervenir sur les marchés si cela s'avère nécessaire.
- L'ingérence politique de la future administration américaine a sans doute eu un impact délétère sur les obligations gouvernementales britanniques.

● **La revue des marchés : Attachez vos ceintures.**

par Axel Botte

- Les créations d'emplois aux États-Unis propulsent les Treasuries à 10 ans au-delà de 4,75 % ;
- Les attentes inflationnistes sont en hausse selon les enquêtes ISM et de l'Université du Michigan ;
- La livre sterling s'affaiblit vers 1,22 \$;
- Les spreads souverains et de crédit résistent à la baisse des actions et aux taux plus élevés.

● **Le graphique de la semaine**



Les prix des œufs ont connu une flambée aux États-Unis. Le prix d'une douzaine d'œufs a atteint 5,72 \$ la semaine dernière, dépassant ainsi le niveau record précédent de 5,12 \$ enregistré en décembre 2022. En Californie, un carton d'œufs a même atteint 8,97 \$ plus tôt ce mois-ci.

Cette hausse des prix des œufs est liée à l'épidémie de grippe aviaire touchant plus de 130 millions de volailles à travers le pays, à l'augmentation générale des coûts d'exploitation ainsi qu'à certaines modifications de la législation locale.

● **Le chiffre de la semaine**

10

L'Indonésie est le 10^{ème} pays à rejoindre les BRICS.

Source : Bloomberg

- Le thème de la semaine

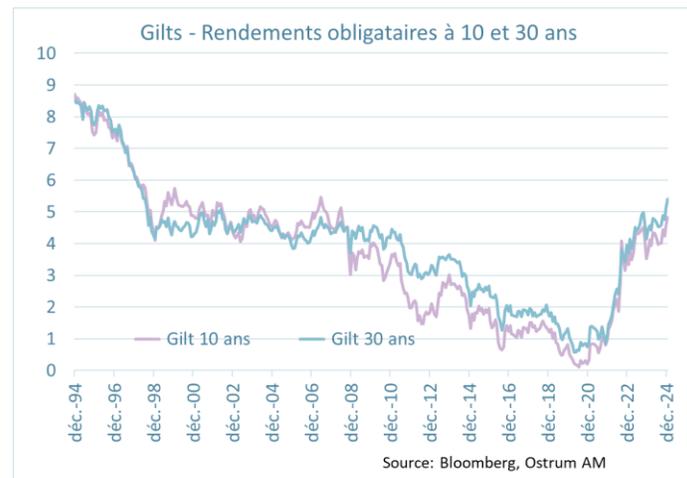
Un mot sur les turbulences du marché des Gilt britanniques

Le marché des Gilt au Royaume-Uni est sous tension depuis le début de l'année. Dans cet article, nous mettons en lumière les facteurs internes et internationaux à l'origine de la hausse des rendements obligataires britanniques.

Ce n'est pas tout à fait un « moment Liz Truss »

Le 30 ans au plus
haut depuis 28 ans

Le marché des Gilt britanniques connaît de fortes turbulences depuis le début de l'année. Le rendement des obligations à 10 ans s'établit au-delà de 4,8 %, tandis que celui des obligations à 30 ans se maintient autour de sommets de 28 ans, au-dessus de 5,4 %. La livre sterling a également chuté, sous 1,22 \$, dans un contexte de hausse généralisée du dollar américain. De nouvelles ventes spéculatives de livre sterling ne sont pas à exclure. Il est à noter que le marché des Gilt n'est pas



seul à subir la pression du marché. Le marché baissier sur les obligations est mondial. Tous les principaux marchés obligataires ont enregistré des baisses jusqu'à présent cette année, à l'exception notable des obligations de l'état chinois, étroitement contrôlées par la PBoC (les rendements des CGB à 10 ans oscillent autour d'1,6 %). Le T-note américain à 10 ans se traite au-dessus

de 4,75 % dans un contexte de croissance solide et de résurgence des craintes d'inflation. En Europe, les déficits publics en France, le calendrier d'émissions souveraines lourd en janvier et les dernières surprises à la hausse concernant l'inflation ont entraîné une hausse des rendements à long terme. Le rendement des obligations allemandes à 10 ans atteint 2,6 %.

Cette pression vendeuse rappelle les turbulences du marché qui ont mis fin au mandat de Liz Truss à l'automne 2022. À l'époque, l'annonce de baisses d'impôts non financées et une mauvaise communication de la part de l'ancien Chancelier de l'Échiquier, Kwasi Kwarteng, avaient alimenté les craintes d'une spirale de la dette au Royaume-Uni. Cette fois-ci, les responsables gouvernementaux ont maintenu leur engagement de prudence sur le plan des comptes publics et les erreurs de communication ont été évitées. De plus, l'Office for Budget Responsibility (OBR) a déclaré en octobre qu'il s'attendait à ce que le gouvernement n'emprunte qu'à des fins d'investissement et qu'il réduise la "dette financière nette" du Royaume-Uni d'ici 2029/30. Ce nouvel indicateur de dette introduit par Rachel Reeves lors du budget d'automne (en substitution de l'indicateur de dette nette du secteur public) est cependant moins pertinent pour juger de la capacité du gouvernement à faire face à ses dettes à court terme que l'indicateur précédent. Ce changement de référence a peut-être joué défavorablement dans un environnement de marché difficile. Il incombera à Rachel Reeves de rassurer les investisseurs. La pression des taux longs plus élevés implique aussi que la Chancelière de l'Échiquier pourrait être contrainte d'augmenter les

impôts ou de réduire les dépenses de 12 milliards de livres sterling sur l'exercice fiscal en cours. L'augmentation des coûts d'emprunt réduiront en effet les étroites marges de manœuvre chiffrées, en octobre dernier, à 10 milliards de livres si le programme d'investissement public est maintenu. Le gouvernement de Keir Starmer se trouve dans une situation délicate à un moment où la croissance économique du Royaume-Uni semble avoir stagné au cours du dernier trimestre de 2024. L'OBR révisera son évaluation de la situation des finances publiques en mars.

La Banque d'Angleterre dispose d'outils pour atténuer les risques de marché

Pas de signe de manique sur le marché de Gilts

L'une des principales différences avec la crise des marchés de l'automne 2022 réside dans l'ampleur et la rapidité de la baisse des prix des obligations. En 2022, les rendements des obligations à 30 ans avaient varié de 120 pb en moins d'une semaine, contre 80 pb en plus de deux mois dans la phase de tensions actuelle. L'accélération des ventes avait été causée par une crise de liquidité qui avait contraint les fonds d'investissement LDI (Liability-Driven Investment) et les fonds de pension à réaliser des ventes forcées de titres britanniques. La recherche de la BoE estime qu'environ la moitié de la chute des prix des Gilts était attribuable aux ventes des investisseurs LDI. La BoE était intervenue pour rétablir la liquidité sur le marché des Gilts et se tient prête à le faire à nouveau. Le marché des Gilts semble donc plus résilient. Les fonds de pension utilisant des stratégies LDI sont tenus de maintenir des coussins de liquidité plus importants, et la Banque peut réaliser des opérations de prêt repos avec ces fonds. La BoE pourrait également choisir de modifier sa politique de resserrement quantitatif. La Banque prévoit de réduire ses avoirs en Gilts d'environ 100 milliards de livres sterling au cours de cet exercice fiscal, au travers notamment des ventes actives à hauteur de 13 milliards de livres. Ces ventes actives pourraient par exemple être suspendues si les conditions du marché des Gilts se détériorent.

En ce qui concerne la politique monétaire, la BoE peine à faire baisser l'inflation. La désinflation des services semblent caler autour de 5 %, tandis que la croissance des salaires (5,2 % en octobre) n'a jusqu'à présent pas réussi à se normaliser. Dans ce contexte, la combinaison d'une monnaie plus faible et de la hausse des prix de l'énergie est malvenue pour la Banque. Le Comité de politique monétaire (MPC) a maintenu les taux à 4,75 % en décembre, bien que trois participants ont voté pour une réduction. Quoi qu'il en soit, la tendance mondiale, dictée par les Treasuries américains, pourrait réduire l'impact de tout assouplissement de la BoE sur les rendements à long terme. De plus, la part élevée de Gilts détenus par des étrangers (32 % du total) pourrait être perçue comme une source de fragilité. Une intervention directe de la BoE pourrait être justifiée si le marché des Gilts venait à s'emballer.

L'ingérence politique américaine constitue une nouvelle source de risque politique

L'ingérence politique des Etats-Unis constitue une nouvelle source de risque politique

Il existe une autre raison pour laquelle la situation actuelle diffère de celle vécue sous le mandat de Liz Truss. L'ingérence politique de la future administration américaine s'intensifie, contribuant à la chute de la confiance dans le leadership du Premier ministre Keir Starmer. L'ingérence américaine a exacerbé la crise politique au Canada. Le Premier ministre Justin Trudeau a démissionné début

janvier après le départ de l'ancienne ministre des Finances, Chrystia Freeland, du gouvernement canadien à la mi-décembre. Il en va de même pour l'Allemagne, qui se prépare aux élections générales prévues le 23 février, sans compter les récentes tensions avec le Panama, le Mexique ou le Danemark au sujet du Groenland. La prime de risque politique sur les Gilts et d'autres grands marchés obligataires a augmenté en réaction à la politique étrangère plus agressive de Donald Trump. Cette prime de risque politique est l'un des facteurs expliquant la sous-performance marquée des emprunts d'états par rapport aux taux swap (c'est-à-dire la tendance à des spreads swap plus étroits). En effet, les rendements des Gilts à 10 ans se négocient désormais à 60 pb au-dessus des taux swap en GBP, et l'écart est encore plus important sur les maturités plus longues, les Gilts à 30 ans offrant un rendement de 89 pb au-dessus des taux swap.

Conclusion

Les rendements des Gilts britanniques ont considérablement augmenté cette année. La chute des obligations a une portée mondiale, mais le stress spécifique au marché obligataire britannique a suscité des comparaisons avec la crise qui a conduit à la chute du gouvernement de Liz Truss en 2022. L'ingérence politique des États-Unis a ajouté à la pression sur le marché, mais la Banque d'Angleterre dispose des moyens nécessaires pour apaiser les tensions du marché.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

Attachez vos ceintures

La baisse des obligations s'est intensifiée en réaction aux publications américaines solides. Les actions subissent la hausse des taux, alors que l'allègement de 100 pb de la Fed depuis septembre apparait en décalage avec la croissance économique.

Les rendements obligataires augmentent partout, des Treasuries (4,75 % sur le 10 ans) aux Bunds (2,6 %) en passant par le Japon (1,2 %), à l'exception notable de la Chine. Les actions ont terminé la semaine sur une note négative, alors que les marchés monétaires révisaient la trajectoire des taux de la Fed. Le dollar gagne encore du terrain. La faiblesse des actions et la hausse des rendements ont eu un impact limité sur les spreads souverains et de crédit, la volatilité des spreads restant réduite. En plus des risques budgétaires et politiques, la hausse des rendements est aussi alimentée par le rebond des prix du pétrole et du gaz.

La croissance économique américaine devrait de nouveau surprendre à la hausse. Les données du 4^{ème} trimestre seront publiées fin janvier. Les consommateurs continuent de dépenser anticipant les hausses de tarifs, bien que les retards de paiement sur les cartes de crédit et les prêts à la consommation augmentent. Les créations d'emplois atteignent 256 k en décembre, au-dessus du consensus. L'enquête auprès des ménages annonce une baisse du taux de chômage à 4,1 %. Le sous-emploi diminue. Avec le recul, l'assouplissement de 100 pb de la Fed depuis septembre semble injustifié au vu de la situation conjoncturelle. En outre, les indicateurs d'inflation et les enquêtes indiquent un risque de dérapage des prix. Les composantes « prix payés » des enquêtes ISM témoignent de coûts d'intrants plus élevés. De plus, les ménages subissent la hausse de l'essence, et leurs prévisions d'inflation à moyen terme atteignent un sommet de 2008 à 3,3 % selon l'enquête de l'Université du Michigan. En zone euro, les anticipations d'inflation sont en hausse alors que l'euro se plonge vers la parité avec le dollar. Le Brent, proche de 80 \$, en raison des sanctions américaines renforcées contre la Russie, se traduira pour un rebond des prix de l'énergie.

Le marché obligataire semble tiré à la fois par la croissance et l'inflation plus élevées aux États-Unis. Les rendements américains à 10 ans dépassent 4,75 % après la publication de l'emploi. Le Bund se tend légèrement, la croissance restant plus faible dans la zone euro. Cependant, l'inflation en zone euro augmente en décembre (2,4 %), et pèse sur les rendements. La capacité des banques centrales à réduire leurs taux dépendra de l'impact des politiques tarifaires américaines sur leurs économies respectives. En Chine, les autorités d'assouplir la politique monétaire. C'est le seul marché immunisé contre cette tendance mondiale à la hausse des rendements. Le primaire fourni a eu peu d'impact sur les spreads souverains. La forte demande pour la dette italienne (BTP verts à 20 ans) a maintenu les spreads presque inchangés. Il en va de même sur le crédit, où les émissions sont bien souscrites. Les spreads IG en euros restent stables à 90 pb contre swaps. Sur le high yield, les spreads se sont modérément élargis, en particulier pour les notations CCC.

Les chiffres d'emplois solides ont pesé sur les actions américaines richement valorisées. Le Nasdaq a perdu 1 %, et les petites capitalisations ont sous-performé. Les indices de la zone euro (+2 %) bénéficient d'un euro faible. En revanche, les marchés chinois ont connu un début d'année plus difficile.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.29%	+10	+22	+21
EUR Bunds 10a	2.61%	+16	+35	+24
EUR Bunds 2s10s	31.7 bp	+7	+13	+4
USD Treasuries 2a	4.4%	+12	+15	+16
USD Treasuries 10a	4.79%	+16	+40	+23
USD Treasuries 2s10s	39.4 bp	+4	+25	+7
GBP Gilt 10a	4.87%	+26	+46	+31
JPY JGB 10a	1.2%	+7	-13	-2
EUR Spreads Souverains (10a)	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	84 bp	+3	+2	+2
Italie	121 bp	+9	+6	+6
Espagne	69 bp	+3	+0	+0
Inflation Points-morts (10a)	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.07%	+5	+10	+14
USD 10a Inflation Swap	2.59%	+12	+10	+13
GBP 10y Inflation Swap	3.68%	+12	+18	+15
EUR Indices Crédit	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	101 bp	-1	+2	-1
EUR Agences OAS	61 bp	-2	+1	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	55 bp	-1	-2	-1
EUR High Yield Pan-européen OAS	320 bp	+8	+5	+2
EUR/USD Indices CDS 5a	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	59 bp	+4	+5	+1
iTraxx Crossover	319 bp	+20	+19	+5
CDX IG	52 bp	+4	+4	+2
CDX High Yield	324 bp	+25	+27	+12
Marchés émergents	13-janv.-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	320 bp	0	-6	-6
Devises	13-janv.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.020	-1.800	-2.866	-1.4
GBP/USD	\$1.215	-2.916	-3.693	-2.9
USD/JPY	JPY 158	-0.063	-2.513	-0.2
Matières Premières	13-janv.-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$81.3	\$5.0	\$7.2	9.0
Or	\$2 665.7	\$28.9	\$17.5	1.6
Indices Actions	13-janv.-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	5 800	-2.40	-4.16	-1.4
EuroStoxx 50	4 955	-0.64	-0.26	1.2
CAC 40	7 410	-0.48	0.00	0.4
Nikkei 225	39 190	-1.77	-0.71	-1.8
Shanghai Composite	3 161	-1.44	-6.81	-5.7
VIX - Volatilité implicite	20.39	26.41	47.65	17.5

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 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

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 ...13/01/2025

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