

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 12 SEPTEMBRE /// N°29-2016

Document destiné aux clients professionnels

BCE, Fed attendront décembre

Points clés

- Retour de la volatilité, remontée des taux G4
- Draghi prend rendez-vous en décembre, la Fed aussi ?
- Neutralité sur le Bund et le T-Note

La fin de semaine a été chahutée sur les marchés financiers. La chute de 2,4% du S&P met un terme à une longue série de 44 séances sans mouvement journalier supérieur à 1%. La volatilité implicite (VIX) de l'indice augmente de 12 à 20%. L'absence de volatilité caractérise la complaisance des intervenants quant aux niveaux de valorisations des actifs, à l'orientation de la politique monétaire et aux risques sous-jacents. La corrélation entre les différents marchés reste anormalement forte. Les taux sont remontés parallèlement à la baisse des actions. Le T-note est sorti de la fourchette de cotation qui avait prévalu durant les deux derniers mois, se rapprochant du niveau d'1,70%. Le rendement du 10 ans allemand est repassé en territoire positif. Le Bund a sous-performé le taux swap à 10 ans sous l'effet de la pentification de la structure par terme. Le Gilt a également corrigé en grande partie le *rally* consécutif au vote favorable au Brexit.

La réaction des marchés ne traduit pourtant pas un mouvement généralisé d'aversion pour le risque. Les spreads périphériques, le crédit euro de bonne qualité (107pdb contre Bund) ou la dette émergente (330pdb) ont peu évolué sur l'ensemble de la semaine. En outre, l'or est stable. Toutefois, les indices de CDS ont corrigé à l'instar des marchés d'actions. L'iTraxx IG cote 73pdb, au plus haut depuis juillet. Le yen s'adapte 1% sur une semaine.

BCE : rendez-vous en décembre

Mario Draghi n'a rien annoncé. Cela a sans doute déçu une partie des investisseurs qui anticipait une évolution de la clé de répartition du PSPP. Les critères d'éligibilité du programme devraient néanmoins être revus en décembre lorsque la BCE présentera son cadrage macro-économique à l'horizon de 2019. La croissance de la zone euro est prévue à 1,7%A cette année puis 1,6%A au cours des deux exercices suivants. Concernant l'inflation, une remontée est projetée de 0,2%A en 2016 à 1,2%A puis 1,6%A. L'incertitude attachée à ces prévisions de hausse des prix est importante. Les fourchettes mentionnées s'établissent à 0,6-1,8% en 2017 et 0,8-2,4% en 2018.

Le programme sera prolongé au-delà de mars 2017. Les prévisions d'inflation (1,6% en 2018) de la BCE légèrement inférieures à la cible ouvrent la voie à une prolongation de six mois du PSPP. Cela nécessitera d'enlever la contrainte de rendement minimum à l'achat lié au taux d'intérêt sur les dépôts bancaires à la BCE, voire d'augmenter la limite de détention par ISIN. Par ailleurs, la contrainte de rendement minimal ne joue probablement pas sur les achats d'obligations indexées effectués depuis mars 2015. Concernant la clé de répartition, une diminution du poids de l'Allemagne au profit d'autres pays serait en contradiction avec l'argument de non-partage des risques mis en avant pour justifier l'adoption d'une règle liée au capital de la BCE. En outre, elle ne ferait que déplacer le problème vers les petits pays bien notés. En conclusion, la seule évolution viable est le retrait de la contrainte de rendement minimum.

La Fed favorable au statu quo avec un biais restrictif ?

Le statu quo monétaire maintenu depuis décembre dernier contribue à soutenir la demande d'actifs en dollars de la part des non-résidents. De fait, les conditions financières aux États-Unis s'assouplissent à mesure qu'un excès de fonds prêtables apparaît sur le marché américain. Les risques de déséquilibres internes

ont augmenté. Les niveaux de valorisation des marchés américains d'actifs risqués (actions, crédit) traduisent une certaine complaisance des intervenants vis-à-vis des perspectives de politique monétaire. En effet, la désinflation transitoire liée à l'énergie va rapidement disparaître alors que l'économie est proche du plein-emploi.

Marchés de taux

Comme indiqué plus haut, les marchés financiers ont connu leur première correction depuis deux mois. Le contexte de volatilité basse était inhabituel. Les marchés d'actions ont chuté de 2% et les taux du G4 (Treasuries, Bunds, Gilts, JGBs) sont remontés.

L'ISM des services en baisse à 51,4 en août a, un temps, soutenu les Treasuries avant que la non-décision de la BCE et l'annonce du discours de Lael Brainard, à la veille de la période de *black-out* précédant les FOMC, n'entraînent un mouvement haussier. La pression du primaire n'est pas en cause. Les adjudications de Treasuries d'échéances 3, 10 et 30 ans avaient été reportées au 12-13 septembre en raison de *Labor Day*. La remontée des rendements américains a sans doute pris de cours une partie du consensus haussier. L'enquête de sentiment publiée par JP Morgan montre en effet qu'une majorité d'investisseurs finaux est confiante sur les perspectives des marchés obligataires. Le positionnement net des fonds spéculatifs est acheteur de T-notes via contrats et options. Dans ce contexte, nous optons pour la neutralité directionnelle sur le T-Note tout en conservant les stratégies à l'aplatissement des spreads 2-10 ans et 10-30 ans.

Sur le Bund, la pentification de la courbe reflète le report à décembre de la revue du PSPP et un calendrier d'émissions chargé en termes d'emprunts à long terme. L'agence allemande abondera en effet sa ligne 2046 cette semaine. L'enquête ZEW affichera un optimisme en trompe-l'œil validant *ex-post* l'absence de volatilité estivale. Le rendement allemand à 10 ans pourrait se tendre jusqu'à 0,10% avant l'intervention probable d'acheteurs. Le spread 10-30 ans (71pdb) devrait toutefois continuer de s'élargir.

L'absence de décision sur le taux de dépôt nous conduit à revenir à la neutralité sur la stratégie jouant l'élargissement du swap spread 2 ans.

Le marché des Gilts a retracé une partie des gains liés à la mise en œuvre de l'extension de 60mds £ de l'APF. Le choc de confiance post-referendum avait porté les rendements à des niveaux très bas. Les publications rassurantes (le Brexit n'aura formellement lieu qu'en 2019 au plus tôt) ont suffi à engendrer une sous-performance du Gilt face au Bund ou au T-Note. Nous revenons à neutres sur notre exposition au spread britannique contre Bund. Au Japon, la BoJ serait désormais moins encline à augmenter ses interventions sur le marché des JGBs dont elle détient déjà le tiers des encours. Il semble que la BoJ ait initié une réduction de la maturité de ses achats afin de pentifier la courbe japonaise. L'encours réduit de JGBs détenus par le secteur privé rend plus probable un nouvel abaissement des taux courts (dès le 21 septembre ?).

Les spreads souverains sont restés à l'écart de la correction boursière et des marchés de taux. L'Espagne à 10 ans cote à 105pdb du Bund. L'Italie (125pdb) paye une prime justifiée par la situation d'incertitude politique et au risque de syndication de BTP à 50 ans. Le choix de maturités des émissions prévues cette semaine laisse la possibilité d'une transaction à long terme. Par ailleurs, les spreads sur les émetteurs *core* sont inchangés. Nos portefeuilles continuent de privilégier les dettes périphériques pour des raisons de portage au détriment des dettes *core* peu attrayantes et diversifiantes par rapport au Bund.

Les marchés du crédit ont été peu affectés par le regain de volatilité des taux. L'*investment grade* reste protégé par le soutien de la BCE dont les achats atteignent 2,4mds € la semaine passée avec le retour d'une activité plus soutenue sur le marché primaire. La poursuite de l'amélioration de la qualité de crédit permise par une croissance stable en zone euro justifie une approche constructive sur ce segment. Les spreads s'affichent à 107pdb contre Bund. Le *high yield* traite aux alentours de 380pdb après une hausse de 8pdb des spreads la semaine passée.

Principaux indicateurs de marché

Government Bonds	13-Sep-16	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Bunds 2y	-0.63 %	+4	0	-28
EUR Bunds 10y	0.02 %	+13	+13	-61
EUR Bunds 30y	0.6 %	+15	+20	-88
EUR Bunds 2s10s	65 bps	+9	+13	-32
USD Treasuries 2y	0.77 %	+4	+6	-28
USD Treasuries 10y	1.66 %	+12	+14	-61
USD Treasuries 30y	2.37 %	+15	+14	-64
USD Treasuries 2s10s	89 bps	+8	+8	-33
GBP Gilt 10y	0.84 %	+18	+32	-112
JPY JGB 10y	-0.01 %	+1	+9	-28
€ Sovereign Spreads (10y)	13-Sep-16	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
France	30 bps	+1	+8	-6
Belgium	24 bps	+1	+1	-10
Italy	123 bps	+3	+8	+27
Spain	104 bps	0	0	-11
Portugal	315 bps	+5	+34	+126
Inflation Break-evens (10y)	13-Sep-16	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR OATI	96 bps	+6	+6	-13
USD TIPS	151 bps	+1	+5	-7
GBP Gilt Index-Linked	265 bps	+6	+23	+30
Swap Spreads (10y)	13-Sep-16	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Swap Spread	33 bps	-3	-3	-4
USD Swap Spread	-16 bps	-1	-4	-8
EUR Credit Indices (BarCap)	13-Sep-16	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Corporate Credit OAS	109 bps	+2	-1	-25
EUR Financials OAS	124 bps	-1	-6	-6
EUR Agencies OAS	45 bps	+0	-1	-4
EUR Securitized - Covered OAS	42 bps	-1	-2	-9
EUR Pan-European High Yield OAS	400 bps	+31	-2	-58
Currencies	13-Sep-16	-1wk (%)	-1m (%)	Ytd (%)
EUR/USD	\$1.123	-0.09	+0.45	+3.36
GBP/USD	\$1.332	-0.75	+3.47	-9.58
USD/JPY	¥101.85	+0.29	-0.61	+18.02

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	=
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	=
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	-1
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - EUR Bunds (10a)	+1
EUR Bunds - GBP Gilts (10a)	-1
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	=
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	+1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	= / +1
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	+1

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de durée ou de pentification
Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.com

Avertissement

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.