

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 26 SEPTEMBRE /// N°31-2016

Document destiné aux clients professionnels

Procrastination

Points clés

- La Fed remet à décembre l'ajustement de sa politique
- L'impotence de la BoJ
- Retour au biais à l'aplatissement des courbes
- Prudence sur les BTPs longs

Le statu quo attendu de la Fed et l'inaction de la BoJ ont été salués par les marchés. La volatilité s'est effondrée de nouveau et les rendements obligataires sont revenus sur leurs niveaux antérieurs. Le T-note rejoint 1,60% dans un mouvement d'aplatissement de la courbe. Le Bund cote autour de -0,10%. Le Gilt sans doute plus volatile a surperformé significativement. Le rendement de l'emprunt britannique s'établit à 0,70% à 10 ans. L'annonce d'un ciblage du JGB 10 ans à 0% met un terme effectif au QQE japonais tel que nous le connaissions.

En parallèle, les spreads sur les souverains de la zone euro sont sans tendance. Le Portugal reste vendu par les comptes spéculatifs craignant une dégradation de la note par DBRS en octobre. Les flux finaux sur le crédit ont ralenti. Le soutien de la BCE (à hauteur de 2,3mds € par semaine) laisse les spreads inchangés autour de 112pdb. Les primes sur les notations spéculatives se sont resserrées en zone euro. La dette émergente émise en dollars cote vers 330pdb (-14pdb la semaine passée) alors que le *high yield* américain (CDX) revient sous le seuil de 400pdb. Le dollar s'affaiblit contre toutes les monnaies à l'exception du peso mexicain au plus bas historique avant le premier débat Trump-Clinton.

Fed : la procrastination érigée en stratégie

La Réserve Fédérale a maintenu le statu quo monétaire en septembre. Le FOMC apparaît particulièrement divisé. Cette décision de

laisser les Fed Funds entre 0,25 et 0,50% s'accompagne de trois votes dissidents d'Esther George (plein emploi), Eric Rosengren (stabilité financière) et Loretta Mester (taux bas). L'ironie est que le communiqué préfigure un relèvement des taux en décembre auquel s'opposeront James Bullard, Lael Brainard (risques externes) et Daniel Tarullo (inflation). Janet Yellen n'avance aucun argument autre que la procrastination. Le FOMC de décembre sera probablement le symétrique de septembre. En outre, les données financières et économiques étaient toutes meilleures qu'en décembre. *Forward guidance* et dépendance aux données restent incompatibles.

Le scénario représenté par la médiane des projections des participants au FOMC apparaît pour le moins ambitieux. Le cycle américain est désormais vieux de sept ans. L'économie est en croissance ininterrompue depuis juillet 2009. La Fed considère que le cycle se poursuivra à l'horizon de 2019, ce qui serait la plus longue période d'expansion jamais observée aux États-Unis. Le taux de chômage devrait s'établir sous son niveau viable à long terme (4,8%) au cours des trois prochaines années. La croissance et l'inflation seront conformes à leurs niveaux d'équilibre. Implicitement, cela signifie que les gains de productivité vont continuer de décélérer sans provoquer de réaction de la part des entreprises pour restaurer leur profitabilité. Les conditions sur le marché du travail sont pourtant tendues. Les coûts du travail unitaires progressent de 2,6% sur un an. Le flux des licenciements ajusté de la taille de l'emploi est sans précédent. Les difficultés de recrutement traduisent les contraintes pesant sur l'offre. Les profits stagnent, malgré l'habillage des BPA portés par les flux de rachats d'actions.

La BoJ sans solutions

La décision de la BoJ traduit son impotence. L'économie japonaise est en contraction nominale depuis 20 ans (-3,6%). Le diagnostic d'un excès de capital par tête entretenant la déflation n'a jamais été fait. Cela conduit à un acharnement thérapeutique aussi absurde

qu'inefficace. La BoJ cible désormais un taux à 10 ans autour de 0% et promet d'acheter des titres pour « à peu près » 80000 milliards de yens chaque année. Or, la BoJ sait parfaitement que le flux vendeur se tarit et qu'on ne peut contrôler le prix (taux d'intérêt) et la quantité de monnaie simultanément. Le QQE a vécu.

Retour à une volatilité faible des taux

Ces non-décisions replongent les marchés de taux dans leur torpeur estivale. La volatilité implicite s'effondre sur les contrats Bund ou T-Note (4%). Cette accalmie traduit pourtant une complaisance coupable des marchés financiers à l'égard des risques politiques et financiers.

Les publications conjoncturelles sont sans influence actuellement. Malgré le sursaut de l'IFO en septembre (109), le Bund s'échange autour de -0,10% et l'aplatissement a repris. L'inflation de septembre attendue à 0,4%A en zone euro ne devrait pas bousculer les marchés. Le risque bancaire allemand ou italien n'est certes pas étranger au repli sur les taux en début de semaine. Le positionnement des investisseurs finaux sis en zone euro reste modérément acheteur. L'effet rareté lié au PSPP redevient déterminant dans la dynamique des courbes de taux. La prime de rareté atteint 50pdb selon nos estimations sur le Bund. Les stratégies d'aplatissement sont privilégiées d'autant que le portage de la position sur le spread 2-10 ans est favorable. Nous retenons cependant la pentification sur le 10-30 ans.

Aux États-Unis, la prudence affichée par la Fed a éradiqué la volatilité. Les programmes de QE étrangers se répercutent sur le taux américain de sorte que la corrélation entre les marchés est très élevée. Le 10 ans cote sous 1,60%, ce qui implique une prime de terme négative et des rendements inférieurs à l'inflation courante. Le coût du logement sera sans doute source d'accélération de l'inflation sous-jacente dans les mois à venir. L'effet de l'énergie va aussi se dissiper, de sorte que l'inflation courante (CPI) sera de l'ordre de 2,5% en début d'année prochaine. Pour cette raison, les emprunts indexés américains surperformant et attirent les flux d'investisseurs finaux. Le point mort sous-estime probablement l'inflation à moyen terme. L'aplatissement de la courbe américaine devrait perdurer. Nous initions

une stratégie jouant la sous-performance du 2 ans américain face au Schatz. La position a toutefois en portage négatif si à l'horizon d'un mois.

La courbe japonaise n'a aucun intérêt. La neutralité prévaudra longtemps sauf si une intervention de la BoJ plus marquée sur les maturités courtes parvient à rendre la courbe plus pentue. Rien n'est moins sûr.

Souverains : prudence sur l'Italie

La plupart des investisseurs finaux en emprunts de la zone euro sont sur-sensibles et anticipent une surperformance des dettes périphériques. Le risque politique et bancaire italien est pourtant de nature à engendrer de la volatilité en fin d'année. La date du référendum a été fixée au 4 décembre. Le niveau de la trésorerie de l'État est cependant satisfaisant et permettrait de faire face à un éventuel moindre appétit des investisseurs pour les BTPs en fin d'année. Toutefois, la conjoncture italienne est médiocre et le budget 2017 pourrait aussi être critiqué par les instances européennes. Pour ces raisons, nous pensons que la structure par terme des spreads italiens se pentifiera au cours des prochaines semaines. La maturité 10 ans est vulnérable aux flux vendeurs via futures et le risque de syndication sur le long perdure. Il est préférable de favoriser la dette espagnole à l'horizon d'un mois. Le Portugal subit des attaques spéculatives en particulier sur les maturités longues en raison du risque de dégradation de DBRS (21 octobre) remettant théoriquement en cause l'inclusion des PGBs dans le QE de la BCE. Nous sommes vendeurs de 30 ans portugais, en outre le portage total est plus attrayant sur les maturités 3-4 ans. Sur les pays *core*, les flux de coupons et de remboursements seront favorables à l'OAT en octobre. Nous revenons à la neutralité sur le 10 ans français. En Belgique, seules les maturités longues semblent attrayantes d'autant que la BNB intervient activement sur cette partie de la courbe.

Sur les marchés du crédit, on observe un léger élargissement des spreads au-delà de 110pdb contre l'emprunt allemand. La BCE intervient à hauteur de 2,5mds € par semaine depuis début septembre mais les flux vers la classe d'actifs ont nettement ralenti. Les *covered bonds* et les dettes d'agence sont stables sous le seuil de 50pdb. Les spreads sur le *high yield* européen (415pdb) se sont resserrés après le statu quo de la Fed.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	27-sept.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.7 %	-4	-9	-36
EUR Bunds 10 ans	-0.15 %	-13	-7	-78
EUR Bunds 30 ans	0.42 %	-15	-3	-107
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	56 pdb	-9	+1	-42
USD Treasuries 2 ans	0.74 %	-4	-10	-31
USD Treasuries 10 ans	1.56 %	-13	-7	-71
USD Treasuries 30 ans	2.3 %	-14	+1	-72
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	82 pdb	-9	+4	-40
GBP Gilt 10 ans	0.66 %	-15	+9	-130
JGB 10 ans	-0.07 %	-1	0	-34
Spreads Souverains € (10 ans)	27-sept.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	31 pdb	+1	+7	-5
Belgique	25 pdb	+2	+2	-9
Italie	137 pdb	+10	+16	+40
Espagne	107 pdb	+7	+6	-7
Portugal	359 pdb	+26	+47	+170
Points Morts d'Inflation (10 ans)	27-sept.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	91 pdb	-6	+2	-18
USD TIPS	153 pdb	+3	+5	-4
GBP Gilt Indexé	265 pdb	+4	+8	+29
Swap Spreads (10 ans)	27-sept.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	40 pdb	+4	+4	+3
USD Swap Spread	-15 pdb	+1	0	-7
Indices Crédit (BarCap)	27-sept.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	112 pdb	+1	+4	-22
EUR Financières OAS	131 pdb	+4	+5	+1
EUR Agences OAS	46 pdb	+1	+1	-3
EUR Securitized - Covered OAS	45 pdb	+1	+0	-6
EUR High Yield Pan-Européen OAS	420 pdb	+0	+39	-38
Devises	27-sept.-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.121 \$	+0.45	+0.34	+3.2
GBP/USD	1.299 \$	+0.05	-0.72	-11.86
USD/JPY	100.38 ¥	+1.29	+1.77	+19.75

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	+1
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	-1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	+1
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	-1
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	-1
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
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.