

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 19 DECEMBRE /// N°43-2016

Document destiné aux clients professionnels

La Fed acte la divergence des politiques monétaires

Points clés

- La Fed relève ses taux de 25pdb
- Yellen indique trois hausses possibles en 2017
- Neutralité sur le directionnel taux
- Stabilisation des spreads souverains

La hausse de 25pdb des Fed Funds et la confiance affichée par Janet Yellen ont amplifié la pression à la hausse des taux. Le *spread* 5-30 ans (-15pdb) traduit le fait que la Fed, consciente d'être en retard, reprend la main. L'autre conséquence est la diminution des points morts d'inflation à 10 ans (-10pdb) dans un contexte de hausse des rendements nominaux. Le discours de Boston avait été perçu, à tort, comme un signe que la Fed laisserait l'économie en surchauffe (*high-pressure economy*). Dans l'absolu, le taux réel à long terme reste très inférieur à la croissance potentielle et favorise l'émergence de bulles financières.

En zone euro, les prises de profit sur la pentification post-BCE se sont matérialisées sur les échéances à long terme. Le 10-30 ans se resserre de 8pdb sur la semaine. Sur les *spreads* souverains, l'Italie se montre volatile au gré des nouvelles sur le système bancaire local. On s'oriente vers un prêt de 15mds € du MES dont la conditionnalité en matière de politique budgétaire et de *bail-in* ne sont pas connus. Les *swap spreads* s'élargissent. Le crédit (122pdb) se resserre sans biais sectoriel marqué. Les indices de CDS se comportent bien dans le sillage de la hausse des actions. Le *crossover* se situe sous 300pdb.

Sur le marché des changes, le dollar s'apprécie contre toute devise y compris le peso mexicain malgré 50pdb de resserrement de la Banque mexicaine en réponse au

relèvement de la Fed. Le yen est faible (118) comme l'euro qui s'établit sous 1,04\$.

La trajectoire des Fed Funds s'infléchit

Janet Yellen a relevé la fourchette d'évolution des Fed Funds de 0,25-0,50% à 0,50-0,75%. Les taux réels courts demeurent négatifs alors que l'économie est en situation de plein emploi et que l'inflation totale converge vers l'objectif. Le taux neutre « bas » est l'argument retenu pour justifier cette politique. Selon la Fed, la politique monétaire n'est que modérément accommodante. Cependant, quel que soit le niveau du taux neutre, pourquoi doit-on soutenir la demande lorsqu'il n'y a plus de chômage? En d'autres termes, quelle est la justification d'une politique accommodante aujourd'hui? Janet Yellen a d'ailleurs fait cette même observation au sujet du stimulus budgétaire à venir. L'autre remarque étonnante de la part de la Présidente concerne la valorisation des actions jugée proche de la norme... « parce que les taux d'intérêt sont bas ». Le PE historique du S&P500 se situe au-delà de 21 fois les bénéfices. L'écart entre l'*earnings yield* (4,73%) est le taux 10 ans (2,55%) est tombé à 2,10%. La *margin debt* sur le NYSE représente 485mds \$ et les rachats nets d'actions dépassent 700mds \$ en rythme annuel au 2T16.

Concernant les *dots*, le mode de la distribution se situe à 1,50% (6 votes sur 17) pour la borne supérieure des Fed Funds (IOER) en 2017 et 2% (5 votes) fin 2018. Il y aurait donc trois hausses de taux l'an prochain. Le taux court réel restera sous 0% jusque 2019. Le taux des Fed Funds d'équilibre à long terme est estimé à 3%, soit 1% sous la croissance nominale potentielle.

Le scénario économique de la Fed reste surprenant par sa linéarité. L'accent mis sur « l'incertitude » détone avec les projections de croissance proche du potentiel et d'inflation autour de la cible de 2% sur la période 2017-2019. La trajectoire du chômage paraît peu probable. Le FOMC table sur trois années sous le niveau incompressible du chômage à long

terme. L'incertitude autour des prévisions des membres de la Fed apparait minime. Par exemple, la croissance de 2017 se situera entre 1,7%A et 2,4%A selon les 17 banquiers centraux. Le risque de rupture cyclique ou de dérapage de l'inflation est perçu comme quasi-nul. Néanmoins, les déséquilibres financiers internes sont réels et les coûts du travail unitaires sont en hausse de 3% l'an.

Treasuries : le positionnement négatif devrait stabiliser le marché

La correction sur les *Treasuries* a laissé des traces. La sur-réaction du 5 ans est typique des mouvements de marché directionnels. Les enquêtes indiquent un sentiment baissier généralisé parmi les clients actifs (source : JP Morgan). Cela est de nature à réduire la pression baissière si, effectivement, une majorité d'intervenants a vendu. Sur les marchés de contrats à terme, les fonds à levier (*hedge funds*, *CTA...*) sont vendeurs de T-notes à hauteur de 250k équivalent-contrats en tenant compte des stratégies optionnelles. L'asymétrie (à gauche) de la volatilité implicite sur les contrats témoigne de la demande de couverture. Ce sont les vendeurs qui appuient la tendance en augmentant leurs positions à la baisse des cours. Les acheteurs n'ont pas capitulé mais diminuent leur exposition. Enfin, les teneurs de marché n'ont pas de biais directionnel sur les maturités entre 2 et 10 ans et privilégient nettement le très court et le 30 ans. Sur le plan technique, un nouveau point haut a été établi à 2,63% la semaine passée. Cela dit, le sentiment baissier sur les cours serait remis en cause si le rendement à 10 ans tombait sous 2,49% à l'horizon de la semaine. La valeur d'équilibre se situe toujours à 2,44% selon nos modèles. En conséquence, nous réduisons à neutre notre vue sur le T-Note. Le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel de resserrement. Les points morts ont corrigé. Cela confère des points d'entrée attrayants avant l'émission de TIPS à 5 ans jeudi.

En zone euro, la tendance s'est inversée après la pentification induite par les modifications apportées par la BCE au PSPP. Le *spread* 10-30 ans s'est fortement resserré. Le Bund à 30 ans a retouché 1% lundi après le sommet récent à 1,21% en clôture enregistré le 12 décembre. La valeur d'équilibre estimée du 10 ans reste à 0,31%. Sur le plan technique, la configuration est

baissière sous 162,58 sur le contrat Bund d'échéance mars 2017. L'action des prix ne milite pas forcément pour une poursuite de la baisse. La neutralité en sensibilité est recommandée. La reprise des émissions à long terme en début d'année justifie de maintenir une vue à l'élargissement du *spread* 10-30 ans. Les *swap spreads* se sont élargis notamment sur les maturités courtes. La diminution de la maturité moyenne des achats de la BuBa et les inquiétudes pesant sur les banques italiennes en est la cause probable. Nous maintenons cependant cette exposition au resserrement de ces *spreads* avant la fin d'année.

Au Royaume-Uni, le Gilt (1,44%) continue d'évoluer entre le Bund et le T-Note. La BoE s'accommode de la hausse prévue de l'inflation. L'inflation sous-jacente accélère à 1,4%A en novembre. Le QE restera en place jusqu'en février prochain. L'activation de l'article 50 raviverait la volatilité sur les marchés de taux d'intérêt. Nous optons pour la neutralité.

Accalmie sur les souverains

Les enquêtes de positionnement font état d'une tendance à la repondération des emprunts périphériques depuis le référendum italien. Les *spreads* se sont détendus mais restent vulnérables en raison des incertitudes entourant la viabilité d'institutions financières transalpines. Le lien étroit entre le souverain et les banques locales reste un problème majeur. Un prêt de 15mds € du MES est envisagé pour recapitaliser les banques italiennes en difficulté. Une aide européenne requiert normalement l'application préalable d'une procédure de *bail-in*, qui s'avèrerait coûteuse sur le plan politique.

Par ailleurs, le solde des flux d'émissions brutes, de remboursements et coupons et d'achats de la BCE est défavorable à l'Italie en janvier (+12mds €). Cela conforte l'idée d'une position de prudence sur les BTPs (158pdb). La balance des flux est en revanche favorable aux Pays-Bas, à l'Espagne et à l'Allemagne. Nous restons en conséquence davantage exposés aux *Bonos*.

Sur les pays *core*, la réduction des émissions prévues en 2017 par la Belgique permet une consolidation du *spread* de l'OLO sur le niveau de 30pdb à 10 ans. La valeur relative est en faveur de l'OAT 10 ans (45pdb) mais le solde des flux de janvier sera défavorable au marché français.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	20-déc.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.79 %	-5	-13	-45
EUR Bunds 10 ans	0.27 %	-9	+0	-36
EUR Bunds 30 ans	1 %	-15	+10	-49
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	107 pdb	-4	+13	+9
USD Treasuries 2 ans	1.24 %	+8	+17	+19
USD Treasuries 10 ans	2.58 %	+11	+23	+32
USD Treasuries 30 ans	3.16 %	+3	+13	+14
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	134 pdb	+4	+6	+12
GBP Gilt 10 ans	1.44 %	-1	-2	-53
JGB 10 ans	0.07 %	-2	+3	-19
Spreads Souverains € (10 ans)	20-déc.-16	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	45 pdb	+2	-3	+9
Belgique	29 pdb	-1	-12	-5
Italie	158 pdb	+7	-24	+62
Espagne	112 pdb	+5	-20	-2
Portugal	352 pdb	+12	-6	+163
Points Morts d'Inflation (10 ans)	20-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	122 pdb	-4	+12	+14
USD TIPS	189 pdb	-10	-6	+31
GBP Gilt Indexé	298 pdb	-8	-4	+62
Swap Spreads (10 ans)	20-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+5	+6	+8
USD Swap Spread	-9 pdb	+5	+8	-1
Indices Crédit (BarCap)	20-déc.-16	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	123 pdb	+0	-1	-11
EUR Financières OAS	139 pdb	-2	+1	+9
EUR Agences OAS	57 pdb	+3	+3	+8
EUR Securitized - Covered OAS	67 pdb	+3	+11	+16
EUR High Yield Pan-Européen OAS	385 pdb	-7	-41	-73
Devises	20-déc.-16	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.038 \$	-2.27	-2.1	-4.45
GBP/USD	1.237 \$	-2.42	-0.83	-16.02
USD/JPY	118.19 ¥	-2.46	-6	+1.7

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	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	+1
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	-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	=
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)	-1
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

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. 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.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. 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 (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, 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 Global Asset Management S.A., 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 Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, 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 Global Asset Management 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.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

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