

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 23 JANVIER /// N°3-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Volatilité accrue sur les taux euro et américains

#### Points clés

- **BCE : achats sous le taux de dépôt uniquement pour le PSPP**
- **La croissance américaine proche de 2,5% au 4T16 ?**
- **Maintenir un biais vendeur de T-note, Gilts**
- **Première émission d'une OAT verte**

Le rendement du T-Note (2,46%) a repris le chemin de la hausse grâce aux statistiques bien orientées et au discours de Janet Yellen confirmant son intention de resserrer la politique monétaire dans les mois à venir. La pente de la courbe s'est accentuée, le *spread* 2-10 ans s'ajugeant 8pdb sur la semaine.

En zone euro, Mario Draghi a précisé que les achats sous le taux de dépôt ne concernaient que le PSPP. Cela a entraîné une pentification avec un rendement allemand à 30 ans proche de 1,20% avant l'adjudication de mercredi. Les *spreads* souverains ont peu évolué malgré le léger écartement de l'Italie (+5pdb suite à la décision de DBRS). Le sentiment envers le Portugal s'est amélioré après la syndication réussie, la semaine passée, de 3mds € de 10 ans. Le crédit euro et le *high yield* (-5pdb) se resserrent. Les indexés français continuent de surperformer les emprunts nominaux.

La remontée des rendements américains est concomitante avec une baisse du dollar. L'euro passe le seuil d'1,07\$ malgré le ton accommodant de la conférence de presse de la BCE. Le dollar-yen s'établit sous 113. Enfin, la dette émergente se maintient à des primes proches des plus bas de 2016.

#### La Fed dans l'attente des orientations budgétaires

La stratégie de la Fed sera redéfinie avant la fin probable du mandat de Janet Yellen en janvier 2018 afin d'assurer une continuité dans la politique monétaire. Au printemps

2013, Ben Bernanke avait annoncé le *tapering* et initié la réduction des achats en décembre, avant de passer la main. Depuis le début de l'année, le changement de ton est perceptible au travers des discours de Jerome Powell (dilemme taux bas / stabilité financière) et de Lael Brainard, qui envisage désormais une diminution des réinvestissements. Patrick Harker (Philadelphie) indiquait qu'au-delà d'1% la Fed commencerait à réduire la taille de son bilan. Les *reverse repos* actuels (environ 400mds \$) deviendront progressivement permanents. L'ampleur du stimulus budgétaire sera déterminante pour la Réserve Fédérale. Selon les estimations issues du modèle FRB/US de la Fed, 1pp de dépenses publiques supplémentaires équivaldrait à 50pdb de taux.

Les enquêtes manufacturières continuent de pointer à la hausse. L'Empire et le PhilFed préfigurent une progression de l'ISM en janvier. L'inflation accélère à 2,1%A et atteindra entre 2,5% et 3% dans les mois à venir. Le logement reste bien orienté (NAHB à 67). La hausse des mises en chantier est bienvenue compte tenu du stock réduit de maisons à vendre. Il y a un élément à surveiller : la baisse de l'apport initial moyen à seulement 20%, soit le niveau le plus bas depuis... 2006-2007. La croissance a sans doute avoisiné 2,5%Ta au 4T16 contre 3,5%Ta au trimestre précédent. Le déficit commercial enlèvera plus d'un point de croissance. A l'inverse, la contribution de l'investissement des entreprises se redresse.

#### La BCE garde le cap

Le discours de Mario Draghi est resté inchangé malgré les signes d'embellie conjoncturelle. La croissance a probablement été plus élevée que prévu au dernier trimestre. L'Allemagne a crû de 1,9% en 2016 et l'optimisme de la Banque d'Espagne préfigure un bon chiffre au-delà des Pyrénées. Cependant, la BCE reste réservée sur la dynamique de l'inflation. La contribution de l'énergie explique l'essentiel du rebond des prix (1,1% en décembre). Une diminution du soutien monétaire n'est envisageable que si l'inflation revient durablement et se diffuse au

sein de la zone euro. Sur le plan opérationnel, les opérations sous le taux de dépôt ne concernent que le PSPP. Il est probable que la Bundesbank ait déjà atteint la limite de détention (25%) sur certaines souches de dette. Ainsi, le taux repo allemand reste bas à -0,67%.

### Pression à la hausse des taux

Le Bund a terminé la semaine à 0,42% en sous-performant l'emprunt américain. La perception du cycle européen s'améliore. Cela favorise une poursuite de la hausse des rendements à long terme. Selon l'analyse technique, au-dessus de 0,31%, le contexte restera haussier sur le 10 ans allemand. Cependant, la valeur d'équilibre se situe à 0,27% selon nos estimations. Nous optons pour la neutralité sur le Bund. La pentification de la courbe reflète la pression des émissions à long terme (30 ans cette semaine) et les choix de maturités de la Bundesbank autorisée désormais à intervenir sous le taux de dépôt. Les stratégies exposées à la pentification des segments de courbes 2-10 ans et 10-30 ans sont privilégiées. Par ailleurs, le 10-30 ans est une stratégie à portage positif à l'horizon d'un mois. Par ailleurs, les tensions sur le marché du repo avaient conduit à un élargissement prononcé des *spreads* en fin d'année. Nous sommes neutres sur les *swap spreads*.

Aux États-Unis, le 10 ans américain est revenu à son niveau de fin d'année 2016. Le *T-Note* s'échange autour de 2,45%, soit environ 10pdb sous sa valeur d'équilibre. Les investisseurs restent prudents sur les *Treasuries*, préférant les TIPS. Les points morts d'inflation américaine sont orientés à la hausse. Le *T-Note* est néanmoins soutenu par deux facteurs. Les flux vendeurs des Banques Centrales étrangères ont cessé en novembre et se sont inversés sur les dernières semaines. Par ailleurs, le 10 ans est la maturité la moins chère parmi les points de courbe de référence. Une stratégie (neutre en sensibilité) acheteuse de 10 ans et vendeuse de 2 et 30 ans produit en effet un portage positif. Les publications économiques favorisent une hausse des rendements à court terme, mais il convient d'être neutre à l'horizon d'un mois. L'orientation de la politique économique sera déterminante pour le marché de taux à l'horizon de quelques mois.

Au Royaume-Uni, les taux (1,4% sur le Gilt 10 ans) sont remontés dans le sillage de l'inflation. L'indice des prix à la consommation (CPI) se situe à 1,6%A et devrait approcher 3% à mesure que la hausse observée des coûts de production se diffuse dans l'économie. Mark Carney semble avoir infléchi son discours de sorte que l'extension des achats de Gilts au-delà de février 2017 apparaît désormais peu probable à ce stade malgré les incertitudes économiques liées au Brexit. Une sous-exposition en sensibilité au Gilt britannique reste recommandée.

### Peu de mouvements de spreads

Les *spreads* souverains ont peu évolué en comparaison des mouvements enregistrés sur la courbe allemande. La France émettra cette semaine sa première OAT « verte ». La taille de la souche atteindra 11mds €. La maturité retenue est 22 ans (juin 2039), ce qui semble plus long que l'habitat préféré des assureurs. Le mois du coupon ne permet pas de rendre cette obligation verte fongible avec les OATs CACs ou non-CACs. En termes de stratégies sur la dette souveraine française, nous prenons des profits sur nos sous-expositions sur le 2 ans et le 5 ans français. Nous revenons ainsi à la neutralité. La surexposition au 10 ans français est maintenue. Par opposition, les emprunts core offrent peu de valeur, hormis les émissions belges à 30 ans.

Les enquêtes suggèrent que les investisseurs finaux ont racheté des dettes périphériques récemment. L'absence d'écartement du *spread* italien suite à la dégradation de DBRS est étonnante car elle n'est pas sans conséquence du point de vue du financement des banques auprès de la BCE. Moody's révisera sa note début février. Un abaissement d'un cran à Baa3 est probable. Nous sommes vendeurs de dettes italiennes au-delà de 5 ans. La perte induite de portage est compensée par un positionnement accru sur l'Espagne 5 et 10 ans (avant la syndication d'un nouveau benchmark 2027 cette semaine). Les prévisions de croissance espagnole pour 2017 sont révisées en hausse. Le Portugal affichera un déficit meilleur que prévu en 2016 et les enquêtes pointent à une amélioration de la croissance. Nous optons pour une surpondération du 2 ans et du 5 ans. Les maturités longues sont plus vulnérables compte tenu de la réduction du soutien de la BCE au marché portugais.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	23-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.69 %	+5	+10	+8
EUR Bunds 10 ans	0.36 %	+4	+14	+16
EUR Bunds 30 ans	1.12 %	+5	+21	+18
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	105 pdb	-1	+4	+7
USD Treasuries 2 ans	1.15 %	-4	-5	-4
USD Treasuries 10 ans	2.4 %	+0	-14	-4
USD Treasuries 30 ans	2.98 %	-1	-13	-8
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	125 pdb	+5	-9	-1
GBP Gilt 10 ans	1.37 %	+6	+2	+13
JGB 10 ans	0.06 %	+0	+0	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	23-janv.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	49 pdb	+1	+2	+1
Belgique	33 pdb	-3	-1	0
Italie	163 pdb	+4	+3	+2
Espagne	107 pdb	-3	-8	-10
Portugal	343 pdb	-10	-10	-13
Points Morts d'Inflation (10 ans)	23-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	132 pdb	+7	+8	+5
USD TIPS	201 pdb	+0	+2	+4
GBP Gilt Indexé	305 pdb	-7	+4	+3
Swap Spreads (10 ans)	23-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	37 pdb	+0	-10	-9
USD Swap Spread	-10 pdb	+1	+0	+1
Indices Crédit (BarCap)	23-janv.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	121 pdb	-1	-2	-2
EUR Financières OAS	137 pdb	-3	-2	-2
EUR Agences OAS	54 pdb	+0	-2	-3
EUR Securitized - Covered OAS	58 pdb	-2	-9	-9
EUR High Yield Pan-Européen OAS	351 pdb	-5	-32	-28
Devises	23-janv.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.073 \$	+0.29	+2.66	+2.03
GBP/USD	1.249 \$	+0.85	+1.66	+1.2
USD/JPY	113.15 ¥	-0.19	+3.52	+3.37

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	+1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	-1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	-1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
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	-100.00%
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.