

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 13 FEVRIER /// N°6-2017

Document destiné aux clients professionnels

### La Fed face aux incertitudes budgétaires et politiques

#### Points clés

- **Le discours de Yellen devant le Congrès guidera les marchés**
- **Fed : démission de Tarullo**
- **Neutralité sur le T-Note, biais acheteur de Bund**
- **Pression haussière sur les spreads français et italiens**

Les marchés obligataires de la zone euro ont connu une semaine contrastée. En début de semaine, l'élargissement des *spreads* français et italiens a soutenu le Bund, passé brièvement sous le seuil de 0,30%. La recherche de sécurité se concentre sur la maturité la plus liquide, soit le 10 ans. L'OAT à 10 ans s'échange 70pdb au-dessus du taux allemand alors que le BTP traite à un *spread* de 190pdb. Les *swap spreads* se sont nettement élargis en particulier sur les échéances inférieures à 5 ans. Les primes de crédit s'écartent quelque peu, notamment sur les dettes d'agence et les *covered bonds*. L'*investment grade* sous-performe de 2pdb, les obligations sécurisées de 6pdb. Le *high yield* résiste à l'instar des actions qui s'affichent en hausse. La demande de Bunds a brièvement tiré les taux américains à la baisse vers 2,30%. Le T-note a joué son rôle de valeur refuge touchant un point bas à 2,32% avant de clore la semaine au-dessus de 2,40%. Le niveau de 2,44% (31/12) influence sans doute ce retour. La tendance reste à l'aplatissement sur le 10-30 ans.

La dette émergente poursuit son rally. Les flux ont repris après la forte remontée des rendements en dollars en fin d'année dernière. Les *spreads* se situent à 315pdb. Concernant les devises, le dollar reprend 1% face à l'euro et au yen.

#### Yellen devant le Congrès

L'actualité des marchés financiers sera dominée cette semaine par le rapport

semestriel sur la politique monétaire de Janet Yellen devant le Congrès. Le dernier discours de Janet Yellen met l'accent sur l'utilisation de règles de politique monétaire et leurs limites. Le bais accommodant de la politique monétaire reste indissociable du taux d'intérêt neutre jugé proche de 0% en termes réels. Le communiqué du FOMC de janvier faisait état d'anticipations d'inflation restant basses. Cela peut paraître étonnant compte tenu du niveau des points morts à 10 ans revenus au-dessus de 2% (TIPS et swaps). L'environnement économique actuel ne justifie plus une politique monétaire expansionniste. Le chômage est rendu à son niveau incompressible et l'inflation est proche de l'objectif de 2%. Cependant, la Fed sait parfaitement que le retrait, même graduel, de l'excédent de liquidités risque d'engendrer de l'instabilité financière.

Le débat sur le niveau du taux neutre occulte de fait le problème corollaire de la quantité de monnaie créée. La stratégie de la Fed au sujet de la diminution de la taille de son bilan ne semble pas arrêtée. La crise financière ayant réduit l'encours des marchés interbancaires 'en blanc' (*unsecured*), la taille optimale du bilan de la Fed est sans doute plus élevée qu'avant 2008. Idéalement, la Banque Centrale ne voudrait détenir que des emprunts d'État liquides de maturités courtes pour intervenir sur le marché du repo. Or, son portefeuille de MBS de 1700mds \$ comporte 88000 lignes dont le coupon moyen se situe sous 3,5%. L'amortissement des avoirs prendra du temps, d'autant que la remontée des taux diminue les remboursements anticipés. Le portefeuille de *Treasuries* totalise \$2.3T, dont 200mds \$ arrivera à échéance cette année. Les tombées atteignent 425mds \$ en 2018, soit environ les trois-quarts du déficit projeté sans tenir compte d'une éventuelle relance budgétaire.

Par ailleurs, la démission de Daniel Tarullo renforce la pression politique sur Janet Yellen. Le *Board* de la Fed comptera ainsi trois postes vacants. Le gouverneur était en charge de la supervision bancaire. Son départ intervient

alors que Donald Trump a ordonné une revue de la réglementation Dodd-Frank.

### Neutre sur le T-note, relever l'exposition au Bund

Devant le Congrès, Janet Yellen a l'occasion de préciser sa stratégie de resserrement. Les projections de taux de décembre font état de deux à quatre hausses cette année alors que les marchés n'en intègrent que deux. La politique de réinvestissement sera sans doute révisée après que les taux aient rejoint le niveau de 1%. D'ici là, Janet Yellen affichera un biais accommodant probablement justifié par le sous-emploi résiduel ou l'incertitude quant au stimulus budgétaire à venir. Techniquement, le 10 ans américain semble cadré entre 2,30% et 2,60%. L'absence de tendance prédomine. Ainsi, et malgré une probable surprise à la hausse sur l'inflation (IPC), une surexposition en sensibilité américaine est recommandée. Le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel d'aplatissement au regard de la bonne demande de 30 ans lors de la dernière adjudication.

Le contexte économique est favorable à une tendance haussière sur les rendements obligataires en zone euro. La croissance du PIB s'est probablement élevée à 0,5%T au 4T16 reflétant l'amélioration des enquêtes. L'inflation est en hausse. Ainsi, la valeur d'équilibre du Bund 10 ans se situe à 0,52% actuellement selon nos modèles. Cela étant, la volatilité liée au risque politique entretient la demande de Bunds. Les positions ouvertes sur les contrats OAT et BTP sont en constante augmentation. Les émissions rencontrant une bonne demande finale, il est possible que la base soit attrayante pour les teneurs de marché (repo vs. dérivés) mais l'essentiel de ces positions reflète l'aversion au risque politique français et italien. Les gestions spéculatives appuient la tendance à la détérioration des *spreads* dans l'attente d'une intervention des institutionnels locaux. À noter que le premier tour des élections en France coïncidera avec le paiement de 42mds € de coupons et remboursements d'OATs. L'augmentation des positions ouvertes sur le Bund alors que le « flottant » de la dette diminue (achats BCE, surplus budgétaire) est préoccupante. Un *Krach* à la hausse n'est pas à exclure. Dans ce contexte, il convient d'adopter un positionnement acheteur sur le Bund. Selon l'analyse technique, une cassure

de 0,27% sur le 10 ans allemand ouvrirait la voie à un *rally* vers l'objectif de 0,15%. La pente de la courbe devrait s'accroître sur la partie longue. Nous conservons notre stratégie à l'écartement du *spread* 10-30 ans. En outre, le *swap spread* 10 ans devrait se tendre davantage.

### Volatilité élevée sur la France et l'Italie

La dette souveraine sous-performe la plupart des classes d'actifs obligataires depuis le début de l'année. Les emprunts d'états de la zone euro perdent 2% contre -1,3% pour l'indice Barclays EuroAgg. Les enquêtes font état d'une réduction des positions en dettes périphériques. Parmi les pays du sud de l'Europe, l'Italie concentre les craintes des investisseurs en raison du risque d'élections anticipées. Toutefois, l'abaissement attendu de la note de Moody's n'a pas eu lieu. Les émissions se passent convenablement avec des ratios de couverture proches de la norme. Cependant, la vitesse de dégradation via les ventes de futures pose question. Malgré le niveau attrayant de 200pdb de *spreads* et le soutien de la Banque Centrale, nous maintenons une approche prudente sur le marché italien. Concernant l'Espagne, le spectre d'une sécession de la Catalogne resurgit. Cependant, nous sommes confiants quant à la capacité de l'Espagne de poursuivre son redressement. Nous jugeons que les *spreads* sont attrayants autour de 135pdb à 10 ans. De la même façon, la dette portugaise représente une opportunité compte tenu du portage élevé sur le segment de maturités inférieures à 5 ans. Sur les pays *core*, le niveau des primes reste insuffisant pour motiver un positionnement acheteur. Nous n'avons pas de positions sur la France.

Le *spread* OAT à 10 ans a touché un point haut à 78pdb la semaine passée. Cet accès de volatilité engendre une certaine défiance envers les CDS d'emprunts privés français. Cependant, le marché des obligations d'entreprises s'avère résilient. L'élargissement des primes est limité à 2-3pdb contre Bund sur la semaine pour l'ensemble du crédit IG de la zone euro. En revanche, l'écartement des *spreads* sur les *covered bonds* et les dettes d'agence est du même ordre que les *swap spreads* soit 5-7pdb sur cinq séances. Enfin la dette émergente surperforme nettement avec un rendement total couvert en euros de 1,16% depuis le début de l'année. Le *spread* contre *Treasuries* ressort à 315pdb.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	14-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.79 %	-2	-8	-3
EUR Bunds 10 ans	0.34 %	-1	0	+13
EUR Bunds 30 ans	1.12 %	-2	+2	+17
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	113 pdb	+0	+8	+16
USD Treasuries 2 ans	1.2 %	+4	+1	+1
USD Treasuries 10 ans	2.44 %	+4	+4	-1
USD Treasuries 30 ans	3.03 %	+2	+5	-3
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	123 pdb	+1	+3	-2
GBP Gilt 10 ans	1.3 %	+1	-7	+6
JGB 10 ans	0.1 %	-1	+5	+5
Spreads Souverains € (10 ans)	14-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	70 pdb	-6	+24	+22
Belgique	55 pdb	-11	+20	+22
Italie	188 pdb	-13	+33	+28
Espagne	133 pdb	-9	+24	+15
Portugal	367 pdb	-22	+11	+12
Points Morts d'Inflation (10 ans)	14-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	138 pdb	+0	+12	+11
USD TIPS	202 pdb	+2	+1	+4
GBP Gilt Indexé	331 pdb	-3	+16	+29
Swap Spreads (10 ans)	14-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+3	+8	-1
USD Swap Spread	-7 pdb	+0	+5	+4
Indices Crédit (BarCap)	14-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	122 pdb	+0	+0	-1
EUR Financières OAS	139 pdb	+0	-1	+0
EUR Agences OAS	67 pdb	+2	+13	+10
EUR Securitized - Covered OAS	66 pdb	+3	+6	-1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	358 pdb	-2	+2	-21
Devises	14-févr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.062 \$	-0.7	+0.12	+0.95
GBP/USD	1.252 \$	+0.22	+3.78	+1.49
USD/JPY	113.56 ¥	-1.44	+0.48	+2.99

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	=
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)	=
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	-1
Autres Marchés Obligataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	-1
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 duration ou 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.