

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 20 FEVRIER /// N°7-2017

Document destiné aux clients professionnels

Le risque politique fait pression sur les taux

Points clés

- États-Unis : la qualité de crédit se dégrade malgré la croissance
- Fed : hausse possible en mars ?
- Neutralité sur le Bund, surexposition sur le T-note
- Volatilité persistante sur l'OAT

Les marchés de taux continuent d'ignorer les publications économiques. Le taux de 10 ans américain plafonne à 2,50% avant de clore la semaine à 2,41%. Le Gilt s'échange sous 1,25%. Parallèlement, le Bund revient vers 0,30%. Le Schatz (2 ans) plonge sous le seuil de -0,80%. Le *spread* français se maintient au-delà de 75pdb malgré la baisse de la volatilité des emprunts périphériques.

Le crédit euro résiste à l'élargissement des *swap spreads*. Cela induit toutefois une légère sous-performance des financières. Le *spread* IG moyen ressort à 122pdb. Le *high yield* (353pdb) se maintient sur la semaine écoulée. Les *spreads* émergents demeurent à des niveaux réduits inférieurs à 320pdb contre *Treasuries*.

Le dollar s'affichait en légère baisse la semaine passée. L'euro cote 1,06\$. Le yen s'échange à 113 contre un dollar.

La dégradation de la qualité de crédit aux États-Unis

Les banques américaines commencent à réagir à la dégradation de la qualité de crédit. L'économie est en croissance depuis juillet 2009. L'assouplissement monétaire s'est prolongé recréant les déséquilibres financiers susceptibles d'engendrer une crise. Les bons risques sont financés en début de cycle. On resserre la politique monétaire en fin de cycle pour éviter que les mauvais risques le soient. On ne l'a pas fait, arguant que « l'inflation

n'était pas à 2% », créant ainsi un excès de mauvaises dettes. Les taux de défaut remontent alors que l'économie croît au-dessus de son potentiel et que le chômage est revenu à son niveau incompressible. Les défauts sur prêts autos atteignent 3,75% de l'encours de 1150mds \$. La situation des prêts étudiants est catastrophique (11% de défaut). Le taux de défaut du *high yield* est de 8%. Or les *spreads* dans le secteur de l'énergie ne reflètent absolument pas le risque (élevé) d'une rechute de l'or noir. Les défauts sont stables à 7% environ sur les cartes de crédit mais le resserrement des conditions de crédit est palpable. Le flux de crédit ralentit nettement, probablement par une moindre demande de refinancement après la hausse des taux au 4T16. La situation financière est préoccupante à l'opposé de l'optimisme béat des marchés d'actions attendant un allègement de l'impôt sur les bénéficiaires (ou plutôt son remplacement par une taxation des cash-flows avec un ajustement visant les importations). À ce sujet, la suppression de la déductibilité des intérêts constituerait une mauvaise nouvelle pour le *high yield*.

Janet Yellen sans surprise

Le discours de Janet Yellen a conforté les anticipations de resserrement. Il n'y a aucune raison de ne pas le faire. Néanmoins, Janet Yellen ne s'engage pas sur un relèvement en mars. Le marché place la probabilité d'une hausse le 15 mars à une chance sur trois.

Les enquêtes préfigurent une poursuite de l'embellie cyclique. Les nouvelles commandes sont encourageantes. Les ventes au détail sont en hausse de 0,4%M en janvier après un solide +1%M en décembre. La croissance du 4T16 sera sans doute révisée à la hausse. L'indice NAHB du logement se situe à 65. Les mises en chantier montrent des signes d'amélioration. L'inflation atteint 0,6%M en janvier, soit 2,5%A. L'indice sous-jacente (2,3%A) se maintient au-dessus de 2% depuis novembre 2015. La Fed ignorera l'effet pétrole mais la hausse des prix des services concerne la santé,

le logement et l'éducation. Les services liés à l'énergie ne reflètent pas encore les tensions sur le gaz. La Fed n'a aucun contrôle sur l'inflation importée d'autant que nombre d'exportateurs vers les États-Unis fixent leurs prix en dollars et se couvrent en assumant des coûts dans cette devise (financiers, matières premières). La non-prise en compte de cette dichotomie constitue un réel problème pour l'équilibre macroéconomique.

Stratégies sur les marchés de taux

Le rendement du T-note plafonne à 2,52% malgré des signaux conjoncturels bien orientés. L'incertitude sur le plan politique et le niveau du *spread* vis-à-vis du Bund historiquement élevé contribuent à limiter le potentiel de hausse des taux. Le message de Janet Yellen est inchangé. Un ajustement monétaire est probable à court terme mais l'incertitude plane sur la stratégie bilancielle et la lecture que fera la Fed du plan de soutien budgétaire à venir. L'autre facteur limitant le risque haussier est le positionnement. Les intervenants actifs sur les *Treasuries* sont baissiers sur le marché. Les fonds spéculatifs vendeurs attendaient sans doute un discours plus clair de la Fed pour racheter leurs positions plus bas. Selon nos estimations, la valeur d'équilibre du 10 ans se situe à 2,61%, environ 20pdb au-dessus des niveaux actuels. L'analyse de l'action des prix indique que le marché s'inscrit dans une dérive latérale entre 2,30 et 2,60%, avec comme point de pivot 2,42% soit le niveau courant. Nous optons pour une position acheteuse sur le T-Note. Le biais à l'aplatissement est conservé sur le *spread* 10-30 ans.

En zone euro, la situation conjoncturelle est occultée par le compte-rendu de la réunion de la BCE de janvier. Les Banquiers Centraux s'inquiètent des difficultés opérationnelles liées au paramétrage du PSPP. Une déviation de la clé de répartition est envisagée afin d'éviter d'accumuler des titres dont le rendement est (trop) inférieur au taux de dépôt. Il est difficile de croire qu'une partie du quota de la BuBa puisse être redéployé sur les autres marchés. Le Schatz enfonce ses plus bas historiques à -0,85%. L'effet rareté pèse énormément sur le fonctionnement du marché du repo. Dans ce contexte, et malgré la cherté du Bund (0,52%), la neutralité est

préconisée. Le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel de hausse en amont de l'adjudication de 30 ans allemand cette semaine. Les *swap spreads* devraient s'écarter davantage en raison de la demande de couverture des risques politiques. Le *spread* du Gilt vis-à-vis du Bund pourrait se resserrer

Nouvelles tensions sur le *spread* français

Les prochaines élections présidentielles attisent la volatilité sur le *spread* français. Les positions ouvertes sur le contrat OAT sont historiquement élevées et les marchés sont particulièrement sensibles aux sondages politiques. L'OAT à 10 ans cote au-delà de 75pdb. Par ailleurs, une nette dégradation s'observe sur les échéances inférieures à 5 ans. Le *spread* français à 2 ans s'établit au-dessus de 40pdb. Nous n'avons pas de positions actives sur le marché français. En revanche, la possibilité d'une évolution de la clé de répartition nécessairement favorable à l'Italie a permis d'occulter l'incertitude quant à la date des prochaines élections. L'emprunt italien à 10 ans se traite à 185pdb après avoir marqué un sommet en 2017 au-delà de 200pdb. Nous demeurons néanmoins à l'écart du marché italien préférant l'Espagne qui offre davantage de stabilité. Le *spread* du Bonos à 10 ans se situe autour de 130pdb. Une surexposition aux emprunts portugais de maturités inférieures à 5 ans se justifie par la bonne surprise sur la croissance en fin d'année (+1,9%A). Le déficit budgétaire s'est réduit à 2,3% du PIB l'an passé et le compte courant affiche un surplus de 1,6md €.

Le marché du crédit euro résiste à la volatilité des *swap spreads* malgré des tensions sur les émetteurs soumis au risque politique. Le *spread* moyen de la classe d'actifs ressort à 122pdb en diminution de 1pdb depuis le début de l'année. Cela dit, les flux finaux se tarissent sur l'IG. Le *high yield* est dans une configuration similaire avec une prime proche de 350pdb et des flux moins favorables désormais. Les données de flux sur les ETFs pointent une collecte nette des fonds investis sur la dette émergente. Le *spread* externe se maintient sous 320pdb par rapport aux *Treasuries*. Enfin, les covered bonds (65pdb contre Bund) et dettes d'agences (67pdb) reflètent le risque souverain sous-jacent en zone euro. Il convient d'adopter une politique d'investissement sélective sur ces classes d'actifs.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	20-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.84 %	-5	-17	-8
EUR Bunds 10 ans	0.3 %	-4	-13	+9
EUR Bunds 30 ans	1.1 %	-2	-9	+16
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	114 pdb	+2	+5	+17
USD Treasuries 2 ans	1.19 %	-1	0	0
USD Treasuries 10 ans	2.41 %	-2	-5	-3
USD Treasuries 30 ans	3.02 %	-1	-3	-4
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	123 pdb	-1	-5	-3
GBP Gilt 10 ans	1.23 %	-7	-20	-1
JGB 10 ans	0.1 %	+1	+4	+6
Spreads Souverains € (10 ans)	20-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	76 pdb	+7	+28	+29
Belgique	57 pdb	+3	+25	+25
Italie	189 pdb	-1	+29	+28
Espagne	131 pdb	-2	+23	+14
Portugal	369 pdb	+2	+24	+14
Points Morts d'Inflation (10 ans)	20-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	145 pdb	+8	+14	+18
USD TIPS	202 pdb	+0	-2	+5
GBP Gilt Indexé	317 pdb	-14	+11	+16
Swap Spreads (10 ans)	20-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+1	+11	0
USD Swap Spread	-4 pdb	+3	+6	+7
Indices Crédit (BarCap)	20-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	122 pdb	-1	-1	-1
EUR Financières OAS	138 pdb	-2	-3	-1
EUR Agences OAS	67 pdb	+0	+12	+10
EUR Securitized - Covered OAS	65 pdb	+0	+4	-2
EUR High Yield Pan-Européen OAS	356 pdb	-3	-7	-23
Devises	20-févr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.062 \$	+0.22	-0.78	+0.97
GBP/USD	1.246 \$	-0.34	+0.7	+0.99
USD/JPY	113.11 ¥	+0.58	+1.34	+3.4

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	+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	-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.