

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 27 FEVRIER /// N°8-2017

Document destiné aux clients professionnels

### Le squeeze sur le Schatz s'intensifie

#### Points clés

- Le Schatz marque un record historique sous -0.9%
- La Fed hésite sur le *timing* de la prochaine hausse
- Vendre le T-note, neutralité sur le Bund
- Alléger l'OAT, rester à l'écart des BTPs
- Le crédit résiste, covered et agences souffrent

Le rendement du Schatz inscrit des records à la baisse en s'approchant du niveau de -1%. La rareté des emprunts allemands amplifiée par les achats de la BCE sous le taux de dépôt exerce une pression forte sur les maturités courtes. Le Bund à 10 ans ressort en baisse de 10pdb sur la semaine à 0,20%. Les spreads de courbe sont inchangés hormis la volatilité sur le *spread* souverain français s'est pourtant atténuée (72pdb). L'emprunt italien avait toutefois retouché le niveau de 200pdb au cours de la semaine. Le Gilt a suivi le mouvement de repli vers l'actif sans risque. Le T-note revient vers 2,30% la borne basse de sa bande de fluctuation depuis décembre. La demande spécifique de 10 ans engendre un aplatissement sur le segment 2-10 ans.

Le marché du crédit réagit avec retard à l'élargissement des *spreads* souverains. Les *spreads* des secteurs les plus exposés (*covered bonds*, dettes d'agence) montent davantage. En revanche, les indices synthétiques et le marché du *high yield* résistent. La dette émergente se maintient à des spreads réduits proches de 310pdb. Ainsi, le mouvement de taux de la semaine passée ne s'apparente pas à une défiance généralisée envers les actifs risqués.

Le marché des changes apparaît plus calme. La devise mexicaine repasse néanmoins sous la barre des 20 pesos pour un dollar en s'ajugeant 3% sur la semaine.

#### Fed : mars, mai, juin ?

Le T-Note continue d'ignorer les statistiques d'autant que le compte-rendu du FOMC du 1<sup>er</sup> février n'a rien révélé quant au *timing* probable du prochain mouvement de taux. Les Banquiers Centraux envisagent une hausse à brève échéance, probablement lors de l'une des trois prochaines réunions.

L'analyse économique ne semble jouer aucun rôle dans la prochaine décision de la Fed. Il s'agit d'un exercice de communication destiné à gérer la volatilité des marchés à court terme. À ce sujet, la présentation trimestrielle des prévisions va évoluer de façon à mieux illustrer l'incertitude perçue par les membres du comité. Une hausse de 25pdb en mars a l'avantage d'intervenir avant les élections néerlandaises et françaises et le déclenchement du Brexit. Les options sur les contrats à terme sur les *Fed Funds* placent la probabilité d'une hausse le 15 mars à 40%. Janet Yellen est peu encline à bousculer les anticipations de taux d'intérêt. Resserrer les conditions financières nécessite pourtant de le faire. Le déflateur de la consommation a sans doute rejoint la cible de 2% en janvier. Sa publication pourrait faire réagir les intervenants sur le marché des *Treasuries*. Il reste une inconnue majeure pour la Fed. L'Administration dévoilera les grandes lignes de ses orientations budgétaires au milieu du mois de mars. Une réforme de l'imposition des sociétés est en préparation mais des divergences existent entre la proposition républicaine défendue par Paul Ryan de taxation des cash-flows et la réduction à 15% de l'impôt sur les bénéfices évoquée par Donald Trump. Une augmentation des dépenses militaires est envisagée. L'investissement en infrastructures doit aussi être précisé. Ensuite viendront les arbitrages sur les transferts et la réforme de l'Affordable Care Act.

#### Le logement pourrait s'essouffler

Les ventes de maisons neuves et existantes sont en hausse à 6,2mn d'unités en janvier. La

contrainte sur l'offre de biens à vendre se desserre avec l'amélioration des mises en chantier. Cependant, l'indice FHFA des prix du logement est au-dessus du pic de 2006. Le logement va devenir inabordable pour un nombre croissant de ménages et les nouveaux entrants sont peu nombreux. Le modèle de croissance tiré par le logement et la consommation durable sera difficile à maintenir.

### Vendre le T-note

Le risque politique européen a favorisé la demande d'actifs sans risque, qui s'est transmise au T-Note. Le marché de taux semble ignorer les publications économiques attestant d'une croissance robuste au 1T17. L'attentisme de la Fed se heurte au consensus baissier décrit par les enquêtes auprès des investisseurs (JP Morgan). Le portage négatif d'une stratégie vendeuse de T-note a sans doute convaincu les intervenants de réduire leurs expositions. Les rachats de positions se concentrent sur le 5 ans. Le 10 ans américain se maintient dans une dérive latérale entre 2,30 et 2,60%. La possibilité d'une hausse en mars (40%) apparaît sous-estimée et remontera si le déflateur s'affiche à 2% pour le mois de janvier. La probable révision à la hausse du PIB du 4T16 et un indice ISM manufacturier au-dessus de 57 en février conduiront les marchés financiers à réévaluer cette probabilité. Dans ce contexte, nous estimons que le risque est à la remontée du 10 ans américain vers 2,40-2,50% et au rétrécissement du *spread* 10-30 ans.

En zone euro, le Schatz marque des records historiques à la baisse. Le rendement allemand à 2 ans s'approche de -1% avant l'émission de 5mds € d'une nouvelle référence mars 2019. La perception du risque politique alimente la demande de Bund sur toute la courbe, sans toutefois engendrer de fuite vers la qualité généralisée. Le comportement des actions ou le crédit en témoignent. Les rachats de positions liés à la cassure de points techniques semblent une bien meilleure explication de la dynamique des taux. Le Bund, sous 0,22%, restera dans une situation favorable à une baisse des rendements vers 0,15%. Toutefois, l'écart à la valeur d'équilibre estimée à 0,52% nous incite à opter pour la neutralité en sensibilité. Le *spread* 10-30 ans s'est réduit. Il s'agit d'un

mouvement temporaire lié à la demande de comptes CTAs receveurs de *swaps* longs. La pentification du *spread* 10-30 ans reste la tendance. Les tensions sur les *swap spreads* à 2 et 5 ans (75pdb) devraient s'amenuiser à l'approche des adjudications mais la fin de trimestre ravivera ensuite la demande de titres allemands. Nos positions à l'élargissement du *swap spread* à 10 ans sont cependant conservées.

Le rendement du Gilt suit le Bund à la baisse. L'emprunt britannique cote 1,15% La neutralité est recommandée sur ces niveaux d'autant que l'idée d'un référendum en Ecosse resurgit. Le 10 ans japonais revient vers 0,05%, les institutionnels nippons semblant réduire leurs investissements en euros à l'approche de la fin de l'année fiscale.

### Alléger l'exposition à l'OAT

La volatilité des *spreads* français semble s'atténuer mais un nouvel accès de volatilité n'est pas à exclure. Des arbitrages défavorables à la dette française sont apparus sur les maturités courtes. Il est possible que la BNS freine l'appréciation du CHF en achetant du Bund au détriment de la France. Les japonais sont moins également enclins à soutenir l'OAT. Dans ce contexte, il convient de sous-pondérer la dette française à court terme. Le premier tour des élections présidentielles coïncidera avec le paiement de 42mds € de coupons et remboursements. Cela constitue une limite à l'élargissement et favorisera un resserrement par la suite. Les valorisations attrayantes sur la dette irlandaise militent pour une surexposition sur les maturités inférieures à 5 ans. Par ailleurs, la dette belge offre une alternative à la France sur les échéances à 10 ans et plus. Nous restons prudents sur l'Italie.

Les investisseurs ont commencé à diminuer leurs expositions au crédit. Les flux sortants des fonds de crédit indiquent des prises de profit après un début d'année favorable. Le *spread* moyen de l'IG européen ressort à 124pdb. Les dégagements sont plus importants sur les obligations sécurisées ainsi que les dettes d'agence. Paradoxalement, le *high yield* (351pdb) se comporte mieux malgré des niveaux de valorisation tendus. Enfin, la dette émergente reste soutenue avec des niveaux de *spreads* de l'ordre de 310pdb contre *Treasuries*.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	28-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.91 %	-5	-24	-14
EUR Bunds 10 ans	0.22 %	-8	-24	+1
EUR Bunds 30 ans	1 %	-11	-19	+6
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	113 pdb	-4	0	+15
USD Treasuries 2 ans	1.19 %	-1	-3	+0
USD Treasuries 10 ans	2.36 %	-7	-12	-8
USD Treasuries 30 ans	2.98 %	-7	-8	-9
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	117 pdb	-5	-10	-9
GBP Gilt 10 ans	1.18 %	-6	-29	-6
JGB 10 ans	0.06 %	-4	-3	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	28-févr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	66 pdb	-13	+6	+18
Belgique	49 pdb	-7	-6	+16
Italie	189 pdb	-6	+6	+28
Espagne	142 pdb	+4	+26	+24
Portugal	364 pdb	-9	-11	+9
Points Morts d'Inflation (10 ans)	28-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	137 pdb	-9	+1	+10
USD TIPS	203 pdb	-1	-5	+5
GBP Gilt Indexé	312 pdb	-1	-25	+10
Swap Spreads (10 ans)	28-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	46 pdb	+0	+9	+1
USD Swap Spread	-3 pdb	0	+6	+8
Indices Crédit (BarCap)	28-févr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	124 pdb	+3	+5	+1
EUR Financières OAS	140 pdb	+2	+5	+1
EUR Agences OAS	72 pdb	+2	+17	+15
EUR Securitized - Covered OAS	72 pdb	+5	+17	+5
EUR High Yield Pan-Européen OAS	358 pdb	+1	+8	-21
Devises	28-févr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.060 \$	+0.5	-1.73	+0.76
GBP/USD	1.244 \$	-0.19	-1.06	+0.79
USD/JPY	112.36 ¥	+1.05	+0.57	+4.09

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 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.