

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 20 MARS /// N°9-2017

Document destiné aux clients professionnels

Fed : le gradualisme réitéré

Points clés

- La Fed projette trois hausses en 2017
- Conjoncture porteuse en Europe et aux États-Unis
- Le 2 ans allemand remonte au-dessus de -0,80%
- Neutralité sur les taux, positions à la pentification des spreads 10-30 ans
- Resserrement du crédit

La pentification des courbes des taux s'est interrompue la semaine passée. Le *Schatz* remonte à -0,77% à la faveur de commentaires de membres de la BCE pointant une possible hausse anticipée du taux de dépôt. Le Bund a buté à plusieurs reprises contre sa résistance à 0,50%. Le relèvement attendu des Fed Funds a contribué à resserrer le *spread* 2-10 ans. Les points morts d'inflation sont inchangés et les *Treasuries* à 10 ans diminuent à 2,50% après un point haut à 2,63%.

Concernant les emprunts souverains, les *spreads* s'écartent modérément. L'OAT à 10 ans cote à 67pdb. Le crédit euro demeure cher à 119pdb par rapport à la référence allemande. Les primes sur les *covered bonds* se détendent. Le *high yield* s'échange à une prime moyenne de 359pdb. Ce *spread* semble s'être stabilisé environ 20pdb sous son niveau de fin d'année.

Les marchés émergents restent en forte demande. La prime moyenne de la classe d'actifs en dollars s'établit à 306pdb et s'avère insensible à la variabilité élevée des rendements obligataires américains. La plupart des émetteurs souverains émergents voient leurs primes diminuer. Enfin, la prudence de Yellen affaiblit le dollar contre toute devise. L'euro se renforce à 1,075\$. Le peso mexicain s'adapte à 2%.

La Fed maintient le cap de trois hausses cette année

La Réserve Fédérale a sans surprise relevé les bandes de fluctuation des Fed Funds. La borne haute (IOER) est portée à 1%. L'environnement économique projeté dépeint une croissance proche du potentiel et une inflation stable à 2% à l'horizon de 2019. Le taux de chômage est sensé se maintenir sous son niveau de long terme (4,8%) durant les trois prochaines années. Par ailleurs, selon les membres du FOMC, le taux directeur devrait rejoindre 3% dès la fin de 2019. Toutefois, le rythme prévu en décembre est inchangé. La majorité des membres du FOMC (9 sur 17) penche pour deux hausses supplémentaires. Quatre membres indiquent une préférence pour trois mouvements. A l'inverse, Neel Kashkari (votant en 2017) et James Bullard n'envisagent plus de relèvements cette année. L'argument avancé par le Président de la Fed de Minneapolis, opposé à la hausse du 15 mars, est la lutte contre les inégalités. À l'horizon de fin 2018, le consensus au sein du FOMC se situe entre 2,25% et 2,50%.

Le scénario le plus probable selon nous est une pause en juin. Cette réunion pourrait servir à introduire le débat sur la taille du bilan de la Fed et la politique de réinvestissement des tombées. Les remboursements totalisent plus de 400mds \$ l'an prochain. En outre, les orientations budgétaires sont encore en discussion entre les Républicains de la Chambre et la Maison Blanche. La proposition de réforme de l'imposition des sociétés devrait intervenir durant l'été. La remontée des taux reprendrait en septembre avant une dernière hausse de 25pdb en décembre. Les Fed Funds seraient alors compris entre 1,25 et 1,50%. Les taux courts réels resteraient fortement négatifs.

Sur le plan conjoncturel, les enquêtes ISM indiquent une croissance toujours robuste au 1T17. L'emploi a bénéficié d'effets climatiques favorables notamment dans le secteur de la construction. Toutefois, la croissance effrénée de la consommation durable ne pourra pas

perdurer. Le crédit consommation a déjà décéléré en janvier (+8mds \$ contre 15-20mds\$ précédemment) d'autant que les banques sont moins enclines désormais à prêter aux profils de crédit les plus risqués (en particulier pour les prêts autos). Le refinancement hypothécaire est à l'arrêt. La remontée du LIBOR réduit la demande de crédit des entreprises.

Neutralité sur les taux

La conjoncture favorise une tendance haussière sur les marchés de taux américains. Les données de ventes immobilières devraient rester bien orientées. Cela étant dit, la prudence affichée par Janet Yellen lors du dernier FOMC milite pour une consolidation horizontale en attendant des signaux plus clairs de la part des Banquiers Centraux. Un mouvement en juin n'est pas exclu mais le contexte politique européen et le débat sur la taille du bilan se substitueront sans doute à un relèvement. D'ici là, les Treasuries à 10 ans devraient osciller autour de 2,50%, soit environ 15pdb sous la valeur d'équilibre estimée. Le niveau médian de la fourchette d'évolution se situe à 2,46%, très proche des niveaux de référence de fin d'année. Sur le plan technique, le niveau de 2,63% devra être cassé avant d'envisager une nouvelle phase haussière. Une plongée sous 2,30% semble moins probable. Une fois encore, le T-Note semble protéger par l'accumulation de positions spéculatives vendeuses de contrats. En termes de stratégies de courbes, le *spread* 10-30 ans offre un potentiel de hausse. Le secrétaire du Trésor Steven Mnuchin a de nouveau évoqué la possibilité d'émission de dettes de maturité supérieure à 30 ans (40, 50 ans ?). Cela devrait peser sur la partie longue de la courbe. En outre, cette stratégie offre un portage positif. Ainsi nous sommes neutres en sensibilité avec un biais à la pentification du *spread* 10-30 ans.

Sur le marché européen, le Bund évolue dans une dérive latérale bornée entre le support de 0,34% et la résistante à 0,50%. Les attaques répétées (mais infructueuses) dans une courte période sur la résistance de 0,50% ont sans doute affaibli cette résistance. Une accélération se produirait en cas de cassure de 0,50%. La pentification reste la tendance malgré les prises de profit sur le *Schatz* à la suite de propos de la BCE laissant présager une hausse du taux de dépôt anticipée. Jens Weidmann avait parlé de 2019 comme une

date possible pour un premier relèvement. Il semble que davantage de membres de la BCE soient enclins à faire monter les taux avant l'arrêt effectif des achats d'actifs. Le 2 ans est repassé au-dessus du seuil de -0,80% après un point bas historique à -0,93%. La maturité moyenne des achats de la BuBa est tombée à 4,3 ans en février. Le risque de taux absorbé par la BCE se réduit depuis l'abandon de la contrainte de taux minimum. En termes de stratégie, la neutralité directionnelle est recommandée avec un biais à la pentification de la partie longue de la courbe. Le *spread* 10-30 ans devrait reprendre sa tendance haussière compte tenu de la réduction de la maturité des achats de la BCE et de la propension des trésors européens à se financer à long terme.

Spreads souverains en légère hausse

L'agenda politique continue de dominer l'actualité des marchés de dettes souveraines. La réduction programmée du montant des achats mensuels à partir d'avril constituera un premier test d'autant que la duration achetée par les banques centrales nationales devrait poursuivre sa baisse. Le BTP italien cote au-dessus de 190pdb et la France reste sujette à la volatilité. L'OAT à 10 ans s'échange entre 60 et 70pdb. La plupart des investisseurs finaux restent peu exposés aux dettes périphériques par rapport aux pays *core*. Nous privilégions toujours les positions en Bonos espagnols tout en restant prudents sur l'OAT avant les échéances électorales. Les *spreads* belges à 10 et 30 ans paraissent plus attrayants que la dette française à court terme. La sous-exposition à l'Italie reste valide.

Resserrement du crédit

L'indice *investment grade* en euros surperforme le Bund. Le *spread* moyen de la classe d'actifs ressort à 119pdb, soit un rétrécissement de 4pdb depuis le début de l'année. Le soutien de la BCE reste un facteur déterminant pour la classe d'actifs. L'essentiel de la réduction des achats à partir du mois d'avril sera sans doute supportée par les souverains. Parallèlement, le *high yield* continue d'attirer les flux des investisseurs et les primes sont stables à des niveaux certes tendus. La prime moyenne contre Bund se situe sous 360pdb sur l'univers pan-européen. De la même façon, la demande de dette émergente reste élevée. Le *spread* contre *Treasuries* s'est réduit de 6pdb sur la semaine et 35pdb depuis le début de l'année.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	21-mars-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.75 %	+6	+11	+2
EUR Bunds 10 ans	0.47 %	+2	+17	+26
EUR Bunds 30 ans	1.22 %	+2	+11	+27
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	122 pdb	-4	+6	+24
USD Treasuries 2 ans	1.3 %	-8	+9	+11
USD Treasuries 10 ans	2.49 %	-11	+6	+5
USD Treasuries 30 ans	3.1 %	-7	+6	+3
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	119 pdb	-3	-3	-6
GBP Gilt 10 ans	1.27 %	+4	+3	+3
JGB 10 ans	0.07 %	-3	-3	+2
Spreads Souverains € (10 ans)	21-mars-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	65 pdb	+1	-14	+17
Belgique	51 pdb	0	-6	+18
Italie	186 pdb	-4	-9	+25
Espagne	137 pdb	-5	-1	+20
Portugal	375 pdb	+23	+2	+19
Points Morts d'Inflation (10 ans)	21-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	140 pdb	-2	-7	+13
USD TIPS	202 pdb	+2	-2	+4
GBP Gilt Indexé	310 pdb	-5	-4	+8
Swap Spreads (10 ans)	21-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	42 pdb	-2	-4	-4
USD Swap Spread	-4 pdb	-1	-1	+8
Indices Crédit (BarCap)	21-mars-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	119 pdb	+0	-2	-4
EUR Financières OAS	133 pdb	-2	-5	-6
EUR Agences OAS	65 pdb	+0	-5	+8
EUR Securitized - Covered OAS	63 pdb	-2	-5	-4
EUR High Yield Pan-Européen OAS	357 pdb	-1	+0	-22
Devises	21-mars-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.079 \$	+1.63	+2.37	+2.63
GBP/USD	1.239 \$	+1.86	-0.56	+0.41
USD/JPY	112.75 ¥	+1.7	+0.7	+3.73

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)	=
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	-1
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	=
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.