

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 10 AVRIL /// N°11-2017

Document destiné aux clients professionnels

Une petite pause

Points clés

- La communication de la Fed au centre des préoccupations
- États-Unis : chiffres d'emplois contrastés
- Garder un biais acheteur de T-note
- Volatilité un peu plus forte sur l'OAT avant les élections
- Forte demande de dette émergente, les *spreads* proches de 300pdb

Les taux américains ont rebondi en fin de semaine sans entrainer le Bund dans leur sillage. Les frappes américaines en Syrie avaient initialement motivé un repli sur les taux avant la publication des statistiques de l'emploi aux États-Unis en mars. Le 10 ans Treasuries s'affiche à 2,38% alors que le rendement du Bund termine la semaine à 0,22% au plus bas. Les *spreads* souverains ont peu évolué. L'accélération du *Bund* a néanmoins contribué à un élargissement limité à 4pdb sur l'OAT 10 ans (70pdb).

Les *swap spreads* s'écartent. Le crédit euro de bonne qualité demeure peu volatile. Les primes remontent de 2pdb à 120pdb au-dessus du Bund. On observe des prises de profit sur les notations high yield (+8pdb à 362pdb).

Le pétrole repasse le seuil de 50\$ le baril. Les points morts britanniques à 10 ans (329pdb) sont en hausse de 11pdb avant la publication de l'inflation de mars cette semaine. Malgré le repli de l'euro, les *breakevens* européens ont peu évolué. La dette émergente traite à des niveaux de *spreads* toujours plus serrés, proche de 300pdb contre *Treasuries*.

Fed : une « petite pause »

Le langage de la Fed est énigmatique. Alan Greenspan a dit un jour : « Je sais que vous pensez avoir compris ce que j'ai dit, mais je ne suis pas sûr que vous compreniez que ce

que vous avez entendu n'est pas ce que je veux dire ». En amont du cycle de resserrement de 2004-2006, la Fed avait attendu une « période de temps considérable » (7 mois) puis été « patiente » (3 mois) avant de monter les taux à une allure « mesurée » (25pdb à chaque réunion). Les intervenants sont aujourd'hui confrontés à un nouvel élément de langage. Bill Dudley a parlé d'une « petite pause » dans la remontée des taux d'intérêt durant la phase d'ajustement du bilan. La Fed commence à communiquer sur sa stratégie bilancielle. Idéalement, la Banque Centrale aimerait ne gérer que les besoins de liquidité marginaux des banques. La situation actuelle est très complexe. La Fed détient plus de 4000mds \$ d'actifs à long terme, émis (*Treasuries*) ou garantis (*MBS*) par l'État fédéral. Maintenir les taux dans une fourchette cible (0,75-1%) requiert d'effectuer chaque jour environ 400mds \$ de retrait temporaire de liquidité (reverse repos). Or, la Fed n'a plus de T-bills au bilan. La vente temporaire de titres concerne donc des emprunts à long terme alors qu'il serait plus judicieux de vendre des titres courts en contrepartie d'un emprunt au jour le jour. En outre, l'amortissement du portefeuille de *mortgage-backed securities* est incertain et dépend de la propension des emprunteurs à rembourser par anticipation. Lorsque les taux hypothécaires montent, la demande de refinancement diminue. L'amortissement du portefeuille de *Treasuries* est en revanche totalement transparent. Néanmoins, la Fed devrait opter pour un réinvestissement partiel avec éventuellement une limite de maturités.

La « petite pause » évoquée par Bill Dudley devrait permettre une conversion d'une partie des reverse repos en ventes de titres définitives. Cette opération réduirait de façon permanente la taille du bilan de l'institution. L'excès de réserves bancaires accumulé depuis la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles se situe autour de 2200mds \$. Par ailleurs, il existe un consensus au sein du FOMC favorable à 2 hausses supplémentaires en 2017. Les mois de septembre et décembre

semblent privilégiés. La réunion de juin serait alors l'occasion de préciser la trajectoire future du bilan. L'inflation est supérieure à l'objectif de 2% et le chômage sous son niveau incompressible de 4,8%. Il s'agira de donner une vitesse de réduction de l'excédent de liquidités dans le système bancaire et d'indiquer quels actifs sont susceptibles d'être cédés en priorité.

Maintenir un biais acheteur sur les Treasuries

La publication de l'emploi a engendré un accès de volatilité sur les marchés de taux. L'économie américaine a créé 98k emplois en mars selon le BLS après deux mois certes robustes. Cela dit, l'enquête auprès des ménages indique une diminution du chômage à 4,5% et... 550k emplois créés le mois dernier. Les prévisions de croissance du PIB au 1T17 s'échelonnent de 0,5% à 3,6%. Ta, les écarts provenant essentiellement de la contribution projetée des stocks. Sur le marché, les positions vendeuses se sont réduites après l'annonce d'une intervention militaire en Syrie. Selon nos modèles, les fondamentaux impliquent une valeur d'équilibre en hausse ce mois-ci à 2,75%. Toutefois, le biais baissier consensuel constitue une protection pour les cours obligataires. L'asymétrie dans la volatilité implicite des contrats à terme présage néanmoins d'un excès d'optimisme de la part des acteurs spéculatifs. Nous optons pour un biais de sur-sensibilité sur le T-note. Nous fermons la position exposée au resserrement du spread américain contre Bund. Le *spread* 10-30 ans offre un potentiel haussier.

Sur le marché de taux euro, les enquêtes conjoncturelles indiquent une croissance soutenue au premier semestre. La modération prévisible de l'inflation compte tenu de la réduction des effets de base des prix de l'énergie réduit la pression à la hausse des rendements nominaux. Le mois de mars est le plus important en termes de portage pour les emprunts indexés. Le Bund cote autour de 0,22% après avoir enfoncé une référence technique à 0,26%. La dynamique de la courbe est plus difficile à appréhender. Le Schatz bénéficie de la réduction des maturités achetées par la Bundesbank mais la fuite vers la qualité s'exprime principalement sur le 10 ans. Nous maintenons la vue à la hausse du *spread* 10-30 ans qui tient compte de la préférence des Trésors pour les émissions

longues. Nous profitons de ce mouvement à la baisse des rendements allemands pour revenir à la neutralité sur le swap spreads 5 ans. Le niveau des spreads (64pdb) n'offre plus de potentiel d'élargissement.

Au Royaume-Uni, l'inflation demeure la variable clé pour appréhender un changement potentiel dans la posture de la BoE. Trois membres du MPC semblent désormais pencher pour une hausse prochaine du taux repo, peut-être dès le mois de mai et la publication des nouvelles projections d'inflation.

Les investisseurs prudents à l'approche des échéances politiques

Les derniers sondages ont ravivé la volatilité du spread français qui s'établit autour de 70pdb pour une maturité de 10 ans. Toutefois, les investisseurs finaux n'ont plus de positions entre pays *core* et dettes périphériques. La prudence prévaut avant les élections françaises, malgré le soutien des flux de coupons et tombées du 25 avril. Nous demeurons neutres à positifs sur la dette française, et surpondérons les maturités 2 et 10 ans. L'Espagne semble le meilleur rapport risque-rendement au sein de la classe d'actifs. En revanche, les pays *core* tels la Finlande, les Pays-Bas ou l'Autriche offrent peu de valeur relative.

En termes de diversification, le marché du crédit a bien résisté au *rally* des taux euro. La prime moyenne sur l'IG ressort à 120pdb contre Bund. Les allocataires semblent cependant moins enclins à augmenter leurs positions en crédit. Les signaux techniques sont aussi devenus moins favorables et des prises de profits apparaissent. Les *spreads* sur le *high yield* sont en hausse de 8pdb sur la semaine repassant au-dessus du seuil de 360pdb. Les dettes d'agences (+3pdb) et les *covered bonds* (+5pdb) s'écartent davantage que l'IG, subissant la volatilité plus forte des *spreads* souverains français.

A l'inverse, les flux continuent de soutenir les marchés émergents quelle que soit la volatilité sur les taux américains. La dette externe attire les allocataires malgré des valorisations toujours tendues. L'abaissement de la note de l'Afrique du Sud, l'incertitude politique en Turquie et la conjoncture brésilienne restent à surveiller. Les *spreads* s'approchent de 300pdb. Sur les marchés de dettes locaux, la réduction de l'inflation redonne des marges de manœuvre aux Banques Centrales. Cela soutiendra ces marchés de taux.

Principaux indicateurs de marché

Government Bonds	10-Apr-17	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Bunds 2y	-0.84 %	-4	-1	-8
EUR Bunds 10y	0.21 %	-7	-28	0
EUR Bunds 30y	0.97 %	-10	-28	+3
EUR Bunds 2s10s	105 bps	-3	-27	+7
USD Treasuries 2y	1.27 %	+4	-8	+8
USD Treasuries 10y	2.35 %	+3	-22	-9
USD Treasuries 30y	2.98 %	+3	-19	-9
USD Treasuries 2s10s	108 bps	-1	-14	-17
GBP Gilt 10y	1.08 %	+1	-15	-16
JPY JGB 10y	0.06 %	-2	-3	+1
€ Sovereign Spreads (10y)	10-Apr-17	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
France	72 bps	+5	+9	+25
Belgium	57 bps	+3	+6	+24
Italy	203 bps	-1	+15	+43
Spain	141 bps	+4	+0	+23
Portugal	361 bps	-2	+4	+6
Inflation Break-evens (10y)	10-Apr-17	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR OATi	133 bps	+1	-11	+6
USD TIPS	193 bps	-3	-8	-4
GBP Gilt Index-Linked	327 bps	+10	+14	+26
Swap Spreads (10y)	10-Apr-17	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Swap Spread	51 bps	+5	+7	+5
USD Swap Spread	-3 bps	-2	-1	+8
EUR Credit Indices (BarCap)	10-Apr-17	-1wk (bps)	-1m (bps)	Ytd (bps)
EUR Corporate Credit OAS	120 bps	+2	-1	-3
EUR Financials OAS	133 bps	+2	-4	-6
EUR Agencies OAS	64 bps	+3	-3	+7
EUR Securitized - Covered OAS	63 bps	+5	-6	-4
EUR Pan-European High Yield OAS	362 bps	+8	+13	-17
Currencies	10-Apr-17	-1wk (%)	-1m (%)	Ytd (%)
EUR/USD	\$1.060	-0.55	-0.53	+0.81
GBP/USD	\$1.242	-0.1	+1.51	+0.65
USD/JPY	¥110.91	-0.2	+3.47	+5.45

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	=
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
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 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. Sièges sociaux 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.