

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 17 AVRIL /// N°12-2017

Document destiné aux clients professionnels

Rally sur les taux sur fond de tensions géopolitiques

Points clés

- **L'imprévisibilité de la politique de Trump est un nouveau risque**
- **Rally des taux et du yen sur fond de crise géopolitique**
- **Neutralité recommandée sur le Bund et le T-Note**
- **Attentisme sur les souverains avant les élections françaises**
- **Le crédit résiste, stabilité des spreads**

Le contexte politique international est déterminant pour les marchés financiers. L'escalade verbale en Corée du Nord, les tensions entre Russie et États-Unis au sujet de la Syrie et le référendum d'Erdogan favorisent le repli vers les marchés de taux sans risque. Le T-note cote autour de 2,20% et le Bund à 10 ans s'établit sous 0,20%. Les obligations nippones sont recherchées (0% à 10 ans) et le yen joue son rôle habituel de valeur refuge régionale (108,70 pour un dollar). L'annonce d'élections anticipées au Royaume-Uni en juin ajoute à l'incertitude. Les marchés d'actions perdent entre 1 et 2% en Europe sur la semaine écoulée.

L'imminence du premier tour de l'élection française entretient la volatilité sur le *spread* de l'OAT. L'emprunt français cote autour de 75pdb au-dessus de la référence allemande. Les *spreads* souverains se situent sur les sommets récents (Italie, Espagne).

Les marchés du crédit en zone euro résistent (121pdb contre Bund) malgré des primes en hausse sur les dettes d'agence et les *covered bonds*.

Trump est imprévisible

En l'espace d'une interview, le Président des États-Unis a fait volte-face sur plusieurs sujets. L'intervention militaire en Syrie met un terme aux spéculations sur un éventuel rapprochement Trump-Poutine. L'enquête du

Congrès sur la possible ingérence russe dans l'élection de 2016 a sans doute précipité ce revirement. La Russie a réagi en mettant son veto à une condamnation de l'ONU de l'utilisation d'armes chimiques par le régime syrien. Parallèlement, Trump a renié ses déclarations critiquant la politique cambiaire chinoise. La Chine ne fera pas partie de la liste des pays manipulant leur devise établie par le Trésor américain. Les États-Unis ont sans doute besoin de l'appui de Pékin dans la crise nord-coréenne. Cela étant, Donald Trump menace ouvertement Pyongyang de frappes unilatérales.

Sur le plan économique, Janet Yellen semble finalement trouver grâce aux yeux de Donald Trump qui valide sa politique de taux bas. Son remplacement n'apparaît plus acquis à la fin de son mandat en février 2018. Randy Quarles devrait être nommé gouverneur de la Fed en charge de la régulation bancaire. En cas de confirmation de sa nomination, il restera deux postes à combler au sein du *Board* de la Réserve Fédérale. En outre, Donald Trump nommera un nouveau directeur de l'*Ex-Im Bank*. Cette institution qui garantit les prêts à l'exportation des sociétés américaines est menacée de fermeture par les Républicains depuis plusieurs années.

Surprise à la baisse sur l'inflation en mars

Les prix à la consommation (CVS) ont diminué de 0,3%M en mars. L'inflation annuelle ressort à 2,4%A contre 2,7%A le mois précédent. La chute vertigineuse des prix dans la téléphonie mobile (-11,4%A) a fortement contribué à la baisse de l'indice des prix. La déflation n'est pas nouvelle dans ce secteur et n'est pas donc inquiétante. De fait, les prix des services continuent de progresser à un rythme proche de 3% l'an.

En revanche, la tendance des prix des véhicules d'occasion (-4,7%A) est révélatrice de la dégradation de la qualité de crédit des ménages. Les conditions financières favorables et le pétrole peu cher ont longtemps soutenu la demande de véhicules neufs. Les saisies pour

cause de défauts de paiements et le non-exercice des options d'achat au terme de la période de *leasing* engendrent aujourd'hui un excès d'offre considérable sur ce marché. Plusieurs institutions financières ont révisé en hausse leurs provisions pour pertes sur les crédits auto *subprime* en particulier au cours des six derniers mois.

Ruée vers les obligations sans risque

Le contexte géopolitique et les volumes d'échange limités par le week-end pascal ont naturellement porté la demande d'actifs sans risque. Le 10 ans Treasuries s'échange autour de 2,20% contre un sommet à 2,63% à la veille du FOMC de mars. Le caractère directionnel du mouvement se traduit par une surperformance du 5 ans (-9pdb à 1,74%). Les investisseurs finaux sur le marché des *Treasuries* sont proches de leurs références en termes de sensibilité. Les valorisations sont peu attrayantes mais il est difficile de mettre un prix sur une prime de risque géopolitique. Dans l'intervalle, les comptes spéculatifs pourraient être tentés de poursuivre la réduction de leurs positions vendeuses de Treasuries, coûteuses en termes de portage. Le sentiment négatif ressortant des enquêtes limitent également le potentiel à la hausse des taux américains. Selon nos modèles, la valeur d'équilibre du 10 ans se situe à 2,75% actuellement. Techniquement, le niveau de 2,17% sur le 10 ans reste à surveiller. À plus long terme, la politique de la Fed restera déterminante, notamment en ce qui concerne l'évolution de son bilan. Les contours de la future politique de réinvestissement du portefeuille de la Fed seront probablement communiqués en juin. Nous optons pour la neutralité à court terme en termes de sensibilité. Le biais reste à la pentification du *spread* 10-30 ans.

En zone euro, le rendement du Bund à 10 ans a plongé sous le niveau de 0,20%. La situation internationale et l'incertitude du résultat des élections en France soutiennent le Bund. La pression haussière sur le franc suisse force la BNS à intervenir sur le marché obligataire européen. Il semble que la Banque Centrale soit très active sur les maturités longues, complétant ainsi les achats de la BuBa sur les échéances plus courtes. Les investisseurs finaux sont peu exposés en termes de durée mais l'asymétrie haussière

dans la volatilité implicite du Bund témoigne de la mise en œuvre de couvertures par des intervenants spéculatifs. Le Schatz reste en forte demande, ce qui rend les stratégies de courbe difficiles à appréhender. Nos signaux techniques militent néanmoins pour l'aplatissement de la structure par terme, malgré la cherté du 10 ans sous 0,20%.

Au Royaume-Uni, Theresa May a annoncé des élections anticipées le 8 juin prochain. Cette nouvelle a été bien accueillie par le marché. La livre s'est appréciée et le Gilt à 10 ans s'est tendu à 1,05%. Nous conservons la neutralité.

L'attentisme prévaut sur les souverains

Les investisseurs restent à l'écart des emprunts souverains de la zone euro. Les enquêtes suggèrent que les finaux sont proches de la neutralité et n'ont plus d'exposition aux marchés périphériques contre *core*. La France subit la volatilité liée aux sondages électoraux préfigurant un premier tour serré entre les quatre principaux candidats. L'OAT se stabilise néanmoins autour de 75pdb. Les flux de remboursements du 25 avril pourraient venir soutenir l'emprunt français en cas de résultat favorable et réduire la prime de risque politique. Le retour des investisseurs japonais constituerait un soutien supplémentaire. Le BTP italien traite également à des niveaux de *spreads* tendus, au-delà de 200pdb. La sous-performance de l'Espagne est sans doute à relier des ventes de Bonos par les institutions financières locales. En outre, le Trésor poursuit sa politique d'allongement des maturités, ce qui pèse sur le marché. Nos stratégies sont inchangées : les emprunts *core* n'offrent pas de valeur, l'OAT et les Bonos sont décotés.

Le crédit européen fait preuve de résilience. Le *spread* moyen se situe autour de 120pdb. La BCE achète toujours environ 1,7md € de crédit chaque semaine au titre du CSPP. Les primes sur les dettes d'agence et les *covered bonds* s'écartent néanmoins, probablement en raison de la surreprésentation des emprunts français, italiens et espagnols dans cet univers.

Enfin sur les émergents, la crise coréenne, le référendum turc et le *rally* du T-Note ont provoqué un élargissement du *spread*. Cela étant, à 314pdb, la prime se situe 28pdb sous ses niveaux de fin 2016.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	18-avr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.86 %	-1	-9	-9
EUR Bunds 10 ans	0.16 %	-5	-28	-5
EUR Bunds 30 ans	0.88 %	-8	-30	-7
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	102 pdb	-3	-19	+4
USD Treasuries 2 ans	1.16 %	-7	-15	-3
USD Treasuries 10 ans	2.18 %	-12	-32	-27
USD Treasuries 30 ans	2.84 %	-9	-27	-22
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	102 pdb	-5	-17	-24
GBP Gilt 10 ans	1.01 %	-4	-23	-23
JGB 10 ans	0.01 %	-3	-7	-4
Spreads Souverains € (10 ans)	18-avr.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	74 pdb	-2	+6	+26
Belgique	60 pdb	+3	+11	+28
Italie	210 pdb	+3	+18	+50
Espagne	151 pdb	+7	+7	+34
Portugal	366 pdb	+1	-19	+11
Points Morts d'Inflation (10 ans)	18-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	128 pdb	-4	-14	+1
USD TIPS	185 pdb	-5	-17	-12
GBP Gilt Indexé	316 pdb	-13	+10	+14
Swap Spreads (10 ans)	18-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	50 pdb	-1	+9	+4
USD Swap Spread	-4 pdb	0	-1	+7
Indices Crédit (BarCap)	18-avr.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	121 pdb	+2	+2	-2
EUR Financières OAS	135 pdb	+2	+0	-4
EUR Agences OAS	69 pdb	+6	+4	+12
EUR Securitized - Covered OAS	66 pdb	+5	+1	-1
EUR High Yield Pan-Européen OAS	366 pdb	+5	+8	-13
Devises	18-avr.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.070 \$	+0.87	-0.24	+1.76
GBP/USD	1.277 \$	+2.28	+3.42	+3.46
USD/JPY	108.42 ¥	+1.24	+3.82	+7.88

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 Obligationnaires	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.