

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 12 JUIN /// N°20-2017

Document destiné aux clients professionnels

Fed : le discours plus important que la hausse

Points clés

- **Draghi abaisse l'inflation anticipée à 1,3% l'an prochain**
- **La Fed devrait relever son taux cette semaine**
- **Neutralité sur les taux avant le FOMC**
- **Resserrement des spreads souverains, stabilité du crédit**

Le discours de Mario Draghi s'est avéré pleinement en ligne avec les attentes des investisseurs. La référence à une possible baisse de taux a été retirée du communiqué mais les projections d'inflation ont été abaissées. Le Bund s'est stabilisé autour de 0,25% sans mouvement de courbe. Les *spreads* souverains se sont réduits de façon uniforme. Le BTP se resserre de plus de 20pdb sur la semaine écoulée, le risque d'élections anticipées s'éloignant. L'OAT cote sous le seuil de 40pdb. Le marché du crédit profite de la faible volatilité des taux et de la croissance. L'indice iTraxx traite à 59pdb et le XO cote 241pdb. Les *spreads* sur les obligations privées se situent autour de 110pdb.

Aux États-Unis, le 10 ans américain oscille autour de 2,20%. Les intervenants sont dans l'attente de la décision de la Fed. L'absence de volatilité est manifeste. L'indice MOVE évolue proche de ses plus bas historiques. Une hausse de taux est acquise mais la stratégie de réduction du bilan reste à établir. La courbe de taux est inchangée sur la semaine.

L'euro hésite autour d'1,12\$. Le peso mexicain est la devise la plus performante. En outre, la dette émergente en dollars ne montre aucune volatilité 300pdb.

Draghi évite toute surprise

La BCE a enfin entériné l'environnement de croissance solide dont bénéficie la zone euro depuis un an. La demande interne, notamment l'investissement privé, constitue le moteur de l'économie. La croissance atteint 0,6%T sur le trimestre. Les risques sur l'activité sont désormais équilibrés selon l'institut d'émission, qui prévoit une progression du PIB de 1,8% et 1,7% au cours des deux prochaines années. La référence à une possible réduction des taux a donc été enlevée. Toutefois, les prévisions d'inflation pour l'an prochain ont été abaissées à 1,3%. Les perspectives de prix du pétrole et de taux de change de l'euro issues des marchés à terme expliquent l'abaissement de la projection de prix à la consommation. Cette révision tempère l'optimisme de la BCE sur l'activité et maintient le flou sur une éventuelle sortie de la politique quantitative. Le cas d'une banque espagnole rachetée dans l'urgence par une autre institution a été évoqué pour souligner l'indépendance du mécanisme de résolution par rapport aux décisions de politique monétaire.

FOMC : des éclaircissements sur la politique bilancielle ?

La Fed relèvera probablement ses taux directeurs de 25pdb. Le taux de *reverse repo* sera fixé à 1% (auquel la Fed emprunte des liquidités). Les réserves excédentaires seront rémunérées à 1,25%. Ce relèvement est quasiment sans effet sur les valorisations car il laisse inchangé l'excédent de liquidités dans le système bancaire. Dans un *reverse repo*, la Fed vend un titre et le rachète à terme de façon simultanée. Tout au plus, la hausse contribue à aplatir la courbe des taux en comprimant la prime de terme (i.e. la prime de risque sur les rendements à long terme). Les banques ont la possibilité de placer leurs liquidités à la Fed, ce qui diminue leur demande de titres courts et entretient à l'aplatissement. La prime de terme est redevenue fortement négative, signe de l'impact persistant des interventions des Banques Centrales sur le marché de taux

américain. Janet Yellen aura sans doute une question sur la stratégie de réduction du bilan déjà évoquée par plusieurs membres du FOMC. La taille optimale du bilan de la Fed est sans doute de l'ordre de 2500mds \$, considérant comme incompressibles les avoirs du Trésor, la monnaie en circulation et une partie des réserves de liquidité bancaires liées à Bâle III.

Neutralité privilégiée avant la Fed

Le marché du T-note se caractérise par une absence totale de volatilité. L'indice MOVE qui mesure la volatilité implicite à 30 jours sur les contrats à terme s'affiche au plus bas historique, à 52,5pdb. La courbe de taux est par ailleurs peu pentue. Le discours de la Fed sera critique pour donner une direction au marché. La prime de terme négative de 31pdb témoigne de valorisations tendues, du fait de l'importance des encours détenus par les Banques Centrales et autres institutions insensibles aux prix. Notre estimation de la valeur d'équilibre se situe à 2,71%. Un tournant plus restrictif de la politique monétaire serait le catalyseur d'une correction, mais celui-ci ne devrait pas intervenir réellement avant la fin de l'année. Cela favorise donc la mise en œuvre de stratégies de portage, d'autant que le positionnement vendeur consensuel est coûteux. L'analyse technique décrit un environnement de taux baissier sous 2,23%. La neutralité en sensibilité au taux américain est recommandée. Nous pensons néanmoins que le *spread* 10-30 ans conserve un potentiel de hausse.

Au Royaume-Uni, Theresa May a perdu son pari. Les Conservateurs n'ont plus de majorité absolue au Parlement. Un accord avec un parti nord-irlandais détenant les sièges manquants reste hypothétique. Le Gilt n'a quasiment pas bougé (1% à 10 ans) au contraire de la livre qui retombe sous 1,28\$. La légitimité de Theresa May pour diriger le parti est mise en cause... tout comme la stratégie de négociation des Britanniques avec l'Europe. La BoE se réunit cette semaine avec la ferme intention de ne rien faire.

En zone euro, le Bund à 10 ans oscille autour de 0,25%. Malgré la croissance, la BCE reste peu encline à modifier sa politique compte tenu de l'inflation (1,4%) sous l'objectif de 2%. La BuBa poursuit cependant sa politique de réduction des maturités à l'achat (4 ans en

mai) qui tranche avec l'attitude des autres Banques de l'Euro-système. La neutralité semble la stratégie appropriée. Les adjudications de 10 ans (nombreuses cette semaine : Bund, DSL et *non-core*) créent une demande de couverture de sorte qu'un biais à l'aplatissement du *spread* 10-30 ans nous semble approprié malgré les flux payeurs de swaps (banques, entreprises). Nous ne retenons pas de biais de courbes sur le 2-10 ans et le positionnement en *swap spread* reste neutre.

Les investisseurs ont, selon les enquêtes, réduit leur exposition aux dettes périphériques au cours de la dernière quinzaine. La perspective d'élections anticipées en Italie avait engendré un mouvement de défiance et porté le *spread* du BTP au-delà de 200pdb avec des effets collatéraux sur les Bonos. L'absence d'accord sur une nouvelle loi électorale permettant la tenue de ces élections a déclenché le mouvement inverse ramenant les BTPs à 10 ans sous 180pdb. Les Bonos à 10 ans profitent de la détente pour s'échanger à nouveau sous 115pdb. La dette portugaise suit le mouvement. Parmi les pays *core*, une majorité présidentielle claire se dessine en France. L'OAT à 10 ans se resserre et traite à 34pdb pour la première fois depuis novembre 2016. Le débouclage des positions vendeuses de contrats OAT montées avant les élections s'est accéléré. Les investisseurs japonais pourraient venir appuyer cette tendance au resserrement. Nous maintenons nos positions favorables aux Bonos, aux PGBs et à l'OAT notamment.

L'iTraxx IG sous le seuil de 60pdb

Le marché du crédit reste bien orienté. Le *spread* moyen est stable à 110pdb sur l'univers *investment grade* européen. Le soutien de la BCE se chiffre à 1,8md € d'achats hebdomadaires sur les quatre dernières semaines. Les flux des investisseurs finaux sont acheteurs sur la classe d'actifs. Les iTraxx poursuivent leur *rally* malgré des valorisations peu attrayantes désormais. L'indice Crossover s'échange vers 240pdb. Le resserrement des souverains entraîne une baisse des *spreads* sur les agences et obligations sécurisées.

Sur le crédit en dollars, les flux sont favorables à l'exception du *high yield*, pénalisé par le reflux du pétrole. La dette émergente ne montre aucune volatilité et bénéficie à plein de la faible volatilité sur les taux.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	12-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.72 %	-2	-5	+4
EUR Bunds 10 ans	0.25 %	-4	-14	+4
EUR Bunds 30 ans	1.11 %	-5	-8	+16
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	97 pdb	-2	-9	0
USD Treasuries 2 ans	1.35 %	+5	+6	+16
USD Treasuries 10 ans	2.2 %	+2	-12	-24
USD Treasuries 30 ans	2.86 %	+2	-13	-20
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	85 pdb	-3	-18	-40
GBP Gilt 10 ans	0.97 %	-7	-12	-27
JGB 10 ans	0.06 %	+1	+1	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	12-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	35 pdb	-9	-10	-13
Belgique	33 pdb	-4	-8	+0
Italie	177 pdb	-22	-9	+16
Espagne	120 pdb	-10	-4	+2
Portugal	273 pdb	-3	-25	-82
Points Morts d'Inflation (10 ans)	12-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	107 pdb	-7	-12	-20
USD TIPS	178 pdb	-4	-9	-19
GBP Gilt Indexé	303 pdb	-2	-5	+1
Swap Spreads (10 ans)	12-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	50 pdb	+0	+8	+4
USD Swap Spread	-5 pdb	+1	+3	+6
Indices Crédit (BarCap)	12-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	110 pdb	+1	+6	-13
EUR Financières OAS	119 pdb	+0	+4	-20
EUR Agences OAS	49 pdb	-2	+2	-8
EUR Securitized - Covered OAS	55 pdb	-2	+4	-12
EUR High Yield Pan-Européen OAS	296 pdb	+0	-8	-83
Devises	12-juin-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.120 \$	-0.59	+2.1	+6.53
GBP/USD	1.265 \$	-1.84	-2.02	+2.49
USD/JPY	109.79 ¥	-0.34	+3.47	+6.53

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)	+1
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	=
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.