

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 19 JUIN /// N°21-2017

Document destiné aux clients professionnels

La Fed change de cap

Points clés

- La Fed relève son taux à 1,25%
- Le bilan va baisser à partir d'octobre
- Neutralité sur les taux, l'aplatissement prévaut
- L'OAT et le BTP se resserrent nettement, tendance favorable sur le crédit.

Le rendement américain à 10 ans a plongé après la publication de l'inflation. L'annonce d'une réduction prochaine du bilan de la Fed a ensuite contribué à une stabilisation du T-note autour de 2,15%. La courbe des taux s'est aplatie. Les *spreads* 2-10 ans et 10-30 ans ont diminué de 3pdb environ. La volatilité des taux reste anormalement basse. Les *spreads* sur la dette externe des pays émergents oscillent autour de 300pdb. Le *high yield* américain et les emprunts indexés souffrent néanmoins de la faiblesse du prix du pétrole (WTI sous 45\$).

En zone euro, le Schatz (2 ans allemand) subit le débouclage de positions d'*asset-swaps*. Le *swap spread* s'est nettement réduit sur cette échéance. Le 2 ans remonte vers -0,65%. Le 10 ans a brièvement traité au-dessus de 0,30% avant de revenir vers 0,28%. La pente s'est réduite de 3pdb sur le 2-10 ans. Les *spreads* souverains affichent un fort rétrécissement, notamment en Italie, au Portugal et, à un degré moindre, en Espagne. L'OAT est à nouveau recherchée par les comptes japonais. Le *spread* français à 10 ans cote 35pdb, au plus bas depuis novembre dernier. Sur les marchés du crédit, l'embellie se poursuit. Le *spread* moyen sur le crédit de bonne qualité ressort à 107pdb contre Bund. Le *rally* des indices de CDS témoignent de la recherche de rendement. L'iTraxx main cote 57pdb contre 235pdb pour le Crossover.

Le billet vert continue de se déprécier face au dollar canadien et au peso mexicain. Le MXN passe sous le seuil de 18 pesos pour un dollar. L'euro se situe à 1,12\$. La monnaie nippone oscille autour de 111 contre le dollar, abandonnant 1% au cours de la semaine.

La Fed annonce une baisse graduelle de son bilan

La Réserve Fédérale a surpris en se montrant précise sur le rythme de réduction de son bilan. L'institution cessera de réinvestir une partie des tombées de *Treasuries* et de MBS à partir d'une date qui reste à définir. Les 'dots' (projections de taux) et les prévisions économiques n'ont quasiment pas bougé. La croissance de 2017 est supérieure à la prévision de mars, l'inflation est réduite. Le taux de chômage à long terme est abaissé à 4,6%. Pour 2018-2019, croissance et inflation sont toujours à 2% avec une amplitude infime autour de ces chiffres. Une seule hausse des Fed Funds est prévue cette année.

Le mécanisme de *caps* consiste en une hausse graduelle du montant non réinvesti. Ce chiffre détermine la réduction mensuelle des réserves bancaires. En supposant un démarrage effectif en octobre (annoncé en septembre), le montant non-réinvesti montera linéairement de 10mds \$ au 4T17 (6mds \$ sur les *Treasuries*, 4mds \$ sur les MBS) à 50mds \$ (30 et 20) au 4T18. Le bilan va se contracter de 450mds \$ d'ici la fin de 2018. Ces limites sont inférieures aux tombées de *Treasuries* jusqu'en septembre 2018 de sorte qu'ils n'y aura pas de ventes sèches avant cette période.

Quant aux MBS, il est difficile d'estimer l'effet de l'introduction des *caps*. Les montants à réinvestir sont incertains. Lorsque la Fed monte les taux, l'activité de refinancement diminue. La Fed a acheté 145mds \$ de MBS depuis le 31 décembre, soit 26mds \$ en moyenne par mois. C'est sans doute pour cette raison que la Fed n'a pas réduit la maturité de ses achats de *Treasuries*.

Ce sera la prochaine décision. Le bilan devrait avoir une duration nulle comme le passif constitué de monnaie et de réserves, compte tenu de l'objectif « normal » de la Banque de gérer la liquidité bancaire à la marge via des *repos/reverse repos*. Cependant, le mode opératoire à long terme de la Fed est hautement incertain.

Neutralité sur le T-note

La baisse de l'inflation en mai (1,9%A) a engendré un *rally* sur le T-Note qui s'est échangé brièvement sous 2,10% avant de remonter à 2,15% suite à l'annonce de la Fed. À tort ou à raison, Janet Yellen veut absolument être prévisible afin de minimiser la volatilité. Le sentiment des investisseurs de long terme reste vendeur selon les enquêtes mais les comptes spéculatifs continuent de racheter (réduire leurs positions vendeuses) lorsqu'une donnée déçoit. Cela est visible dans l'asymétrie à la hausse de la volatilité implicite, indiquant des achats de *calls* en dehors de la monnaie dans la période récente. Ces stratégies optionnelles sont encouragées par le niveau bas de la volatilité implicite. Les stratégies de portage et extensions de duration relèvent de cette même logique. Les valorisations sont peu attrayantes : la prime de terme étant négative de 37pdb à l'horizon de 10 ans. Selon l'analyse technique, le 10 ans devra se maintenir sous 2,17% pour envisager de nouveaux points bas. Dans ce contexte, la neutralité est privilégiée.

Au Royaume-Uni, le Gilt traite au-dessus de 1%. La BoE a prolongé le *statu quo*. L'indice RPI (référence pour les *linkers*) est en hausse de 3,7%A en mai. Trois des neuf membres du MPC se sont cependant exprimés en faveur d'un relèvement des taux en réponse à l'accélération de l'inflation. La hausse des prix importés pèse sur le pouvoir d'achat des ménages britanniques. Les ventes au détail ont en effet diminué le mois dernier. En outre, l'aggravation du déficit de financement des fonds de pension exercera une pression à la baisse des *swap spreads* à long terme.

Resserrement des *swap spreads courts*

En zone euro, le Bund s'est rapproché de 0,30%. Le mouvement le plus surprenant concerne le Schatz qui tire l'aplatissement de la structure par terme. Le taux à 2 ans

remonte à -0,65%. Le *spread* 2-10 ans s'est réduit de 3pdb à 94pdb. Il s'agit sans doute de débouchements de stratégies d'*asset swaps* sur les obligations allemandes courtes. Nous étions neutres sur les *swap spreads* mais conservons une vue à l'écartement à l'horizon d'un mois pariant sur une résurgence des tensions de fin de semestre. Malgré la croissance, les valorisations restent tendues. La valeur d'équilibre du 10 ans allemand se situe selon nos modèles autour de 0,59%. Nous optons pour la neutralité.

A l'instar du resserrement des *swap spreads*, les emprunts souverains traduisent la baisse de l'aversion pour le risque. L'OAT à 10 ans s'échange autour de 35pdb avec le retour des flux japonais après la période de volatilité entourant les élections. L'OAT a effacé sa prime vis-à-vis de l'OLO belge. L'engouement pour la dette italienne ne faiblit pas. Sans nouvelle particulière, la prime du BTP 10 ans est tombée à 165pdb contre Bund. Le resserrement italien agit favorablement sur les Bonos (116pdb) et les PGBs (258pdb). Nous maintenons nos surexpositions sur les émetteurs non-*core*. A l'inverse, les niveaux de *spreads* des pays les moins risqués n'offrent pas de prime suffisante vis-à-vis du Bund.

Crédit et *high yield* surperforment

L'environnement de croissance économique contribue à l'amélioration de la qualité de crédit en Europe. Les *spreads* des indices ont diminué à 58pdb sur l'iTraxx IG et 238pdb sur le Crossover. Les flux de diversification des institutionnels engendrent un excès de demande sur les notations spéculatives alors que les achats de la BCE continuent de raréfier l'offre de papiers *investment grade*. La balance des flux et les fondamentaux semblent l'emporter sur la valorisation. Les flux entrants sur les ETFs sont ainsi redevenus positifs depuis plusieurs semaines malgré la concurrence des *spreads* souverains dans l'univers BBB. Les *covered bonds* et les dettes d'agence ont ainsi surperformé le Bund. Les *spreads* sur ces classes d'actifs sont repassés sous 50pdb.

Sur les marchés du crédit en USD, le *high yield* américain reste pénalisé par le reflux du brut et quelques prises de bénéfices. La dette externe émergente est restée insensible aux annonces de la Fed.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	19-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.65 %	+7	+2	+11
EUR Bunds 10 ans	0.28 %	+3	-9	+7
EUR Bunds 30 ans	1.1 %	-1	-11	+15
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	93 pdb	-4	-11	-4
USD Treasuries 2 ans	1.36 %	+0	+9	+17
USD Treasuries 10 ans	2.18 %	-4	-6	-27
USD Treasuries 30 ans	2.78 %	-9	-12	-29
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	82 pdb	-4	-14	-44
GBP Gilt 10 ans	1.03 %	+6	-6	-21
JGB 10 ans	0.06 %	0	+2	+1
Spreads Souverains € (10 ans)	19-juin-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	35 pdb	0	-9	-13
Belgique	32 pdb	-1	-6	0
Italie	167 pdb	-10	-10	+7
Espagne	117 pdb	-3	-4	-1
Portugal	259 pdb	-14	-22	-97
Points Morts d'Inflation (10 ans)	19-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	107 pdb	+0	-9	-20
USD TIPS	169 pdb	-8	-16	-28
GBP Gilt Indexé	295 pdb	-8	-11	-7
Swap Spreads (10 ans)	19-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	48 pdb	-2	+5	+2
USD Swap Spread	-3 pdb	+3	+4	+8
Indices Crédit (BarCap)	19-juin-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	107 pdb	-3	+2	-16
EUR Financières OAS	116 pdb	-3	+1	-23
EUR Agences OAS	45 pdb	-4	-1	-12
EUR Securitized - Covered OAS	49 pdb	-5	+1	-18
EUR High Yield Pan-Européen OAS	288 pdb	-8	-16	-91
Devises	19-juin-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.116 \$	-0.34	-0.41	+6.11
GBP/USD	1.274 \$	+0.72	-2.26	+3.26
USD/JPY	111.35 ¥	-1.49	-0.08	+5.04

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 C - 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 duration 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.