

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 18 SEPTEMBRE /// N°31-2017

Document destiné aux clients professionnels

Yellen arrête la peinture

Points clés

- **Retournement du marché de taux : le Bund vers 0,45%**
- **La Fed amorcera cette semaine la réduction de son bilan**
- **Fort resserrement des spreads portugais après le relèvement de sa note par S&P**

Le changement de ton de la BoE a initié un revirement sur les marchés obligataires mondiaux. La BoE laisse désormais entendre qu'elle procédera, dans les mois à venir, à un relèvement de son taux repo de 25pdb. La correction de près de 30pdb du Gilt entraîne les rendements du Bund (autour de 0,45%) et du T-note (2,20%) à la hausse d'environ 10pdb. Les taux longs en zone euro ont monté après la syndication d'un emprunt à 100 ans en Autriche pour un montant de 3,5mds €. Ensuite, le relèvement des notations de l'Irlande (A2 Moody's) et du Portugal (BBB- S&P) ont contribué au resserrement des *spreads* souverains en ce début de semaine. La remontée des taux s'explique intégralement par une hausse des taux réels. Les points morts sont restés insensibles à la remontée du pétrole et aux surprises haussières sur l'inflation au Royaume-Uni et aux États-Unis.

La hausse des rendements sans risque compriment les *spreads* de crédit. Les primes sur le *high yield* diminuent de 10pdb sur la semaine écoulée à 273pdb contre Bund. En parallèle, la dette émergente en dollars ne cesse de se resserrer. Le *spread* moyen ressort à 288pdb au-dessus des *Treasuries*. Les flux ont d'ailleurs rebondi sur la classe d'actifs. Les marchés de dettes locaux sont soutenus par les allègements monétaires à venir à mesure que l'inflation ralentit.

Les perspectives de hausse des taux courts au Royaume-Uni ont porté le sterling vers 1,36\$. L'euro semble plafonné à \$1,20. Le yen est en revanche plus faible avant les réunions de la Fed puis de la BoJ.

La Fed initie la réduction de son bilan

Le FOMC annoncera cette semaine le début de sa politique de réduction de son bilan. Les actifs de la Fed atteignent 4500mds \$ à ce jour. La Banque Centrale ne réinvestira plus l'intégralité des flux de son portefeuille de *Treasuries* et de créances hypothécaires (MBS) à partir du mois d'octobre. Les montants non-réinvestis s'élèveront à 6mds \$ par mois sur les *Treasuries* et 4 mds \$ sur les MBS. Les réserves excédentaires des banques tomberont ainsi de 10mds \$ chaque mois au 4T17. Ce montant mensuel augmentera par la suite de 10mds \$ chaque trimestre pour atteindre 50mds \$ au 4T18. Ce processus de réduction du bilan de la Fed se veut prévisible et au long cours, aussi invisible que de « regarder la peinture sécher » selon Janet Yellen. Il est clair qu'en claironnant ses intentions depuis plusieurs mois, la Fed cherche avant toute chose à limiter l'impact de son retrait progressif des marchés financiers. Cela étant, les 270mds \$ de *Treasuries* non réinvestis s'ajouteront au financement du déficit fédéral, qui se situe entre 3 et 3,5% de PIB en haut de cycle et avant toute réforme fiscale.

La politique de taux d'intérêt sera inchangée mais il est probable que la hausse anticipée en décembre soit confirmée. D'ici la fin de l'année, l'inflation ralentira moins que prévu avec la hausse récente du prix de l'essence et la faiblesse du dollar. Le dernier IPC se situe à 1,9%A an août avec un mesure hors éléments volatiles stable à 1,7%A. Les Fed Funds s'établissent aujourd'hui entre 1 et 1,25%.

BoE : enfin un mouvement en novembre ?

La Banque d'Angleterre a longtemps retardé l'échéance mais les changements de politique de la Fed, de la BoC et celui à venir de la BCE lui offrent une fenêtre de tir à l'automne. L'inflation est au-dessus de la cible (RPI à

3,9%A) et accélérera encore au cours des prochains mois. Le réel enjeu est la stabilité financière alors que l'économie subira un choc d'offre défavorable (stagflationniste ?) avec la concrétisation du Brexit à l'horizon de 18 mois. À ce sujet, les discours de Mark Carney et Theresa May prévus cette semaine retiendront l'attention des marchés.

Marchés de taux : vendre le Bund

Aux États-Unis, le FOMC sera l'évènement de la semaine. Les intervenants anticipent l'annonce du début de la politique de normalisation du bilan de l'institution. Cette décision constituera la toile de fonds de la politique monétaire américaine l'an jusque fin 2018, voire au-delà. Le discours de Janet Yellen visera à en minimiser l'impact. Au cours des dernières semaines, la demande finale et les achats des Banques Centrales étrangères ont soutenu les *Treasuries*. La décision de la PBoC de réduire les appels de marge sur les opérations d'achat de dollars par les banques chinoises permettra une dépréciation du RMB sans accumulation de réserves de change (dont les *Treasuries*). Ce soutien externe se réduira. Parallèlement, les publications de la semaine centrées sur l'immobilier marqueront sans doute un coup d'arrêt. La hausse des prix des maisons pèse sur la demande des ménages. L'offre de logements insuffisante réduit les opportunités d'investissement et les évènements climatiques récents ne feront qu'accroître la pénurie de biens. L'inflexion temporaire de l'activité devrait permettre une stabilisation du 10 ans américain. Le niveau technique de 2,26% reste à surveiller. En cas de cassure de cette résistance, un mouvement haussier pourrait se développer. La courbe devrait s'aplatir.

Le Bund a connu une semaine de baisse marquée sans intervention verbale des membres de la BCE. Le marché de taux allemand s'échange au-dessus d'une résistance précédente à 0,42% sur le 10 ans. Le prochain objectif technique se situera à 0,62%. Cela milite pour une extension du mouvement que semblent annoncer nos signaux quantitatifs. L'émission de 2mds € de Bund à 30 ans (2048) accentuera la pression à la hausse sur les rendements à long terme cette semaine. La forte demande de 100 ans

autrichien (3,5mds \$ émis) à 2% de rendement a engendré des flux de couverture importants sur les maturités longues. Le *spread* 10-30 ans conserve ainsi un potentiel d'élargissement. La valeur d'équilibre du Bund à 10 ans ressort à 0,83% dans nos modèles. En conclusion, nous optons pour une position vendeuse de Bund. La pente de la structure par terme des taux en zone euro devrait s'accroître. En termes de niveaux d'*asset swaps*, nous considérons que le 10 ans allemand offre un potentiel d'appréciation vis-à-vis des *swaps*.

La volatilité a augmenté sur les marchés de dettes souveraines. L'émission autrichienne à 100 ans a déclenché des ventes de contrats et une pentification de la courbe des taux. La hausse des rendements allemands a contribué à un resserrement généralisé, qui s'est renforcé avec les relèvements de notation en Irlande (A-désormais) et au Portugal (BBB-). Ces deux émetteurs avaient placé sans difficultés des emprunts à long terme malgré la concurrence des RAGBs. Le *spread* irlandais à 9 ans (2026) se situe à 42pdb contre Bund, soit environ 16pdb contre l'OAT française. La convergence des *spreads* va se poursuivre. Quant au Portugal, la notation IG de S&P ouvre des perspectives favorables avant la décision de Fitch le 15 décembre. Le *spread* des PGB 10 ans s'est rétréci de 30pdb lundi et traite désormais au-dessus du seuil de 200pdb. Ce mouvement comprime par ailleurs l'ensemble des *spreads* périphériques. L'Espagne pourrait bénéficier d'un relèvement de notation à la fin du mois. Nos stratégies acheteuses de Bonos au détriment de la plupart des émetteurs (surexpositions sélectives sur l'Irlande et le Portugal) sont conservées.

Le crédit a amorti la hausse des rendements sans risque. Le *spread* moyen dans l'univers *investment grade* est repassé sous le seuil de 100pdb contre Bund. La demande de crédit des allocataires d'actifs ralentit cependant. Le *high yield* se resserre de 10pdb. Les valorisations se renchérissent également sur les indices de CDS. Nous jugeons ces niveaux peu attrayants alors que la BCE s'apprête à diminuer son soutien au marché. Toutefois, nous pensons que le CSPP se poursuivra au-delà de la fin de l'année au contraire des interventions sur les *covered bonds* et les *asset-backed securities*.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	19-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.69 %	+4	+1	+8
EUR Bunds 10 ans	0.45 %	+5	+4	+24
EUR Bunds 30 ans	1.25 %	+4	+9	+31
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	114 pdb	+1	+2	+17
USD Treasuries 2 ans	1.38 %	+5	+8	+20
USD Treasuries 10 ans	2.22 %	+6	+3	-22
USD Treasuries 30 ans	2.8 %	+2	+2	-27
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	84 pdb	+1	-5	-42
GBP Gilt 10 ans	1.3 %	+17	+21	+6
JGB 10 ans	0.04 %	+2	+1	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	19-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	27 pdb	-2	-2	-20
Belgique	27 pdb	-3	-4	-5
Italie	161 pdb	-1	-1	+0
Espagne	113 pdb	-7	-2	-5
Portugal	195 pdb	-50	-41	-160
Points Morts d'Inflation (10 ans)	19-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	121 pdb	-3	+2	-6
USD TIPS	188 pdb	+3	+11	-9
GBP Gilt Indexé	303 pdb	-5	+1	+1
Swap Spreads (10 ans)	19-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	44 pdb	-1	+3	-2
USD Swap Spread	-3 pdb	+2	+2	+8
Indices Crédit (BarCap)	19-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	97 pdb	-3	+1	-26
EUR Financières OAS	103 pdb	-3	+2	-36
EUR Agences OAS	45 pdb	-3	-1	-12
EUR Securitized - Covered OAS	49 pdb	-3	-1	-18
EUR High Yield Pan-Européen OAS	272 pdb	-2	-2	-107
Devises	19-sept.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.199 \$	+0.18	+1.36	+13.96
GBP/USD	1.353 \$	+1.94	+4.83	+9.66
USD/JPY	111.74 ¥	-1.52	-2.61	+4.67

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	-1
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	+1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	+1
USD Treasuries 10 ans	=
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	=
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	=
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)	=
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.