

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 25 SEPTEMBRE /// N°32-2017

Document destiné aux clients professionnels

La Fed infléchit sa politique

Points clés

- **Fed : décision totalement conforme aux attentes**
- **Aplatissement de la courbe aux États-Unis, hausse probable en décembre**
- **Brexit : May rattrapée par la réalité**
- **Biais vendeur sur le Bund, acheteur de T-Note**

Les taux américains se sont brièvement tendus en réaction à la décision de la Fed avant de revenir vers 2,20% pour une maturité de 10 ans. Le Bund cote 0,41% après un point haut hebdomadaire à 0,48%. La tendance reste à l'aplatissement sur la courbe des *Treasuries*. Le Gilt poursuit son ajustement haussier vers 1,35% après l'abaissement de la note de crédit du Royaume-Uni par Moody's à Aa2. L'emprunt britannique cote environ 30pdb au-dessus de son niveau d'il y a un mois. Il s'agit principalement d'une hausse des rendements réels, le point mort d'inflation à 10 ans ne s'ajustant que de 9pdb sur un mois.

Les *spreads* souverains se sont élargis mécaniquement avec le retour du Bund vers 0,40%. L'essentiel du *rally* du Portugal après le relèvement de sa notation par S&P a été préservé. Dans le monde émergent, les *spreads* en dollars sont insensibles à la volatilité sur les *Treasuries*. La prime est stable sous le seuil de 300pdb.

La hausse du dollar semble sans incidence sur les marchés émergents. Le billet vert se renforce contre l'euro, le dollar australien et la monnaie canadienne. Le yen se stabilise sur 111.

La Fed entame la réduction de son bilan

La Réserve Fédérale a confirmé sa stratégie de réduction du bilan. Le taux d'intérêt est de nouveau l'instrument principal de la politique monétaire. Les avoirs de la Fed diminueront

de 450mds \$ entre octobre 2017 et décembre 2018. Cette politique implique un besoin de financement additionnel de l'ordre de 1,3pp pour le gouvernement fédéral l'an prochain, avant tout assouplissement budgétaire. La seule information nouvelle concerne l'après 2018. La Fed de New York anticipe que le retrait mensuel de liquidités se maintiendra à 50mds \$ au-delà de 2018. Cela signifie une contraction annuelle de la liquidité équivalente à 3pp de PIB entre 2019 et 2022, la date de fin indicative de ce processus.

La Banque Centrale espère que cette politique sera sans incidence sur le niveau de volatilité des taux. La contraction du bilan se chiffre à 10mds \$ par mois entre octobre et décembre, ce qui est modeste au regard des derniers mois de QE (85mds \$) et de la taille de l'excédent de liquidités (plus de 2000mds \$). À tort ou à raison, la Fed (comme la BCE) reste obnubilée par la réaction des marchés à court terme. Le « mystère » de l'inflation basse justifie des taux d'intérêt négatifs en termes réels malgré la situation de plein emploi. Le gradualisme caractéristique de l'approche de la Fed vise à éviter un retour brutal à la réalité des valorisations boursières et des *spreads* de crédit. Les signes de ralentissement sont visibles indépendamment du bruit engendré par les événements climatiques. Les inscriptions au chômage dans les zones affectées et la production pétrolière (encouragé par le rebond des cours du brut) sont ainsi en phase de normalisation. L'immobilier et la consommation durable ne seront plus les moteurs du cycle. L'investissement des entreprises est robuste mais l'absence de politique budgétaire complique la transition nécessaire pour assurer un atterrissage en douceur du cycle américain. La dégradation de la qualité de crédit dans le secteur de la distribution s'ajoute aux tensions visibles sur les prêts étudiants, les prêts automobiles et les cartes de crédit notamment.

Brexit : la réalité rattrape le gouvernement

La probabilité que l'économie britannique tire bénéfice de sa sortie de l'UE est nulle. Theresa

May s'en rend compte et appelle désormais à une période de transition de deux ans après la sortie effective du pays. L'environnement économique post-Brexit s'apparente à un choc d'offre défavorable, synonyme de baisse de la croissance et d'inflation structurellement plus élevée. Le discours de la BoE devra s'ajuster à cette nouvelle donne au-delà de l'ajustement du repo de 25pdb en novembre.

Maintenir un biais vendeur sur le Bund

Le *rally* du Bund en début de semaine est difficile à interpréter. Certes, le bruit politique en provenance de Corée du Nord attise la demande d'actif sans risque. Les dissensions au sein du conseil des gouverneurs sont manifestes. Il est probable que les négociations internes quant au paramétrage du programme d'achats d'actifs se prolongeront jusqu'en décembre. Le principe d'une diminution semble acquis mais le diable est dans les détails. Dans ce contexte, le retour sur le Bund peut se justifier d'autant que les flux japonais se sont redressés selon les dernières données. La réduction des achats facilitera le respect de la clé de répartition par pays, au détriment de la France et de l'Italie. Les valorisations appellent néanmoins à la prudence. Nos modèles indiquent un taux d'équilibre à 10 ans proche de 0,80%. Il semble inenvisageable de rejoindre ce niveau avant la prochaine réunion de la BCE. L'institution annoncera alors une baisse des achats à 30mds € à partir de janvier pour une période de six mois ou plus et un arrêt des programmes de *covered bonds* et d'*asset-backed securities*. Un engagement ferme à maintenir l'accès au marché des émetteurs souverains complètera la stratégie monétaire. Ainsi, nous sommes légèrement vendeurs de Bund anticipant une pentification de la courbe sur l'ensemble des maturités. La fin de trimestre est propice aux achats de Bunds contre swap notamment. Le *swap spread* 10 ans devrait monter, les banques étant régulièrement payeuses de taux *swap* sur les échéances longues.

Aux États-Unis, la Fed a réaffirmé son intention de relever les taux en décembre. Un mouvement d'un quart de point est probable. La hausse du pétrole au-delà de 52\$ le baril de WTI réduira la décélération prévisible de l'inflation. La conséquence est un

aplatissement de la courbe sur l'ensemble des maturités. En l'absence de volatilité rend l'environnement de marché favorable aux stratégies de portage. Le rendement à 10 ans est cher dans la courbe mais les niveaux techniques (2,26%) n'ont pas été cassés sur une fréquence hebdomadaire. Le Trésor devra toutefois communiquer sur sa stratégie de financement compte tenu de l'évolution de la politique de la Fed et de la nécessité de reconstituer sa trésorerie. Ainsi, nous sommes acheteurs de duration sur le marché américain.

Surperformance de la dette portugaise

Le Portugal a bénéficié d'un relèvement de sa note par S&P. La notation IG (BBB-) facilite le retour des institutionnels sur ce marché malgré sa faible liquidité. Les PGBs restent exclus de la plupart des indices souverains mais Fitch puis Moody's réévalueront le risque portugais respectivement en décembre et en début d'année prochaine. La réduction de la dette du pays due au FMI (créancier super senior) justifie, une notation *investment grade* selon la grille de lecture habituelle de Moody's. En termes de stratégies, la pondération de l'Irlande est réduite à neutre globalement afin de prendre quelques profits après le relèvement de la notation souveraine. Nous accentuons l'exposition au Portugal. La courbe portugaise se confond avec celle de l'Italie jusqu'à 5 ans mais il reste une prime sur les échéances plus lointaines. L'Espagne reste notre principale surpondération au détriment des émetteurs souverains *semi-core* et de l'Italie en proie au retour de risque politique et au risque de dégradation.

Concernant le crédit, les *spreads* moyens sur l'*investment grade* sont retombés sous la barre de 100pdb contre Bund. La qualité de crédit est en amélioration grâce à l'embellie de la croissance en zone euro. Par ailleurs, le crédit sera épargné lors du prochain recalibrage du QE. Le *high yield* continue de bénéficier de report des investissements des institutionnels en quête de rendements « élevés ». Le niveau tendu des valorisations requiert le maintien d'une croissance soutenue en zone euro. Compte tenu de sa structure de notations, la nouvelle série de l'iTraxx Crossover n'offre pas de prime de risque en dessous du seuil de 300pdb. Or cet indice cote sous 260pdb actuellement.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	26-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.71 %	-3	+2	+6
EUR Bunds 10 ans	0.42 %	-3	+4	+21
EUR Bunds 30 ans	1.26 %	+0	+12	+31
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	113 pdb	-1	+2	+16
USD Treasuries 2 ans	1.44 %	+4	+11	+25
USD Treasuries 10 ans	2.24 %	0	+8	-20
USD Treasuries 30 ans	2.79 %	-3	+4	-28
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	80 pdb	-4	-3	-45
GBP Gilt 10 ans	1.34 %	+1	+28	+10
JGB 10 ans	0.03 %	-1	+2	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	26-sept.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	29 pdb	+2	-2	-18
Belgique	29 pdb	+2	-4	-4
Italie	170 pdb	+11	-2	+9
Espagne	119 pdb	+9	-3	+2
Portugal	199 pdb	+2	-50	-156
Points Morts d'Inflation (10 ans)	26-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	123 pdb	+3	+3	-3
USD TIPS	185 pdb	-3	+9	-12
GBP Gilt Indexé	311 pdb	+4	+8	+9
Swap Spreads (10 ans)	26-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	45 pdb	+1	+0	-1
USD Swap Spread	-4 pdb	0	+3	+7
Indices Crédit (BarCap)	26-sept.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	97 pdb	+0	+0	-26
EUR Financières OAS	103 pdb	+0	+0	-36
EUR Agences OAS	46 pdb	+1	-2	-11
EUR Securitized - Covered OAS	50 pdb	+1	-1	-17
EUR High Yield Pan-Européen OAS	276 pdb	+4	+0	-103
Devises	26-sept.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.177 \$	-1.74	-1.76	+11.88
GBP/USD	1.342 \$	-0.53	+3.75	+8.74
USD/JPY	112.26 ¥	-0.45	-2.73	+4.19

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	+1
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 Obliqataires	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.