

# STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

## L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 27 NOVEMBRE /// N°40-2017

Document destiné aux clients professionnels

## Neutralité sur les taux

### Points clés

- La croissance doit permettre de réduire les créances douteuses
- Poursuite de l'aplatissement des courbes de taux
- Neutralité sur les marchés de taux
- Rester à l'écart du rally de l'OAT

La semaine de Thanksgiving aux États-Unis est peu propice aux forts mouvements de marché. Les volumes sont en général réduits. Cela étant, l'aplatissement des courbes s'est poursuivi. Le taux allemand à 30 ans est tombé sous 1,20% et son équivalent américain cote 2,75%, soit 31pdb sous sa dernière clôture annuelle. Parallèlement, le 2 ans (1,76%) semble avoir totalement intégré la prochaine hausse des taux de la Fed.

Les *spreads* souverains sont inchangés sur la semaine écoulée. L'OAT française (33pdb) a surperformé au cours du mois passé grâce au réinvestissement des tombées d'octobre. Les dettes périphériques sont sans tendance à l'amorce de la fin d'année.

La tendance au resserrement a repris sur le marché du crédit. La prime des financières par rapport au marché diminue. Le *high yield* revient en grâce (-7pdb à 286pdb) après une correction significative. La dette émergente s'échange sous le seuil de 300pdb contre *Treasuries*. L'attention du marché se porte sur l'Afrique du Sud dégradée par S&P.

Le dollar américain s'affaiblit contre toute devise. L'indice global du dollar (DXY) n'est qu'à 1% de ses plus bas de l'année. L'euro s'approche d'1,20\$ et les couvertures de positions vendeuses de yen portent la monnaie nippone vers 111. Le peso mexicain bondit de 2,7% à 18,5 face au dollar.

### La croissance doit permettre de réduire les créances bancaires douteuses

La croissance devrait encore s'accélérer au 4T17. Le PMI composite de la zone euro se situe à 57,5 en novembre. La plupart des enquêtes nationales pointent à la hausse. L'activité dans les services en France gagne ainsi trois points (PMI à 60,2) par rapport au mois précédent. L'économie de la zone euro est en expansion de plus de 2% cette année et contribue fortement au cycle mondial.

Dans ce contexte, les dissensions au sein du conseil des gouverneurs de la BCE sont ravivées. Des voix (Benoit Cœuré notamment) s'élèvent pour que l'institution monétaire prenne un engagement ferme à mettre un terme au programme d'achat en septembre 2018. La communication actuelle laisse envisager une poursuite de cette stratégie de politique monétaire tant que l'inflation sera inférieure à l'objectif (1,4% en octobre). La prochaine réunion (14 décembre) ne devrait pas clarifier la situation mais cette question sera en débat dès le début de 2018. La composition des achats sera peut-être revue mais aucune indication n'a été formulée jusqu'ici. Le taux d'intérêt (refi, dépôt) redeviendra ensuite l'instrument privilégié de la politique monétaire.

En parallèle, la question du traitement des prêts non-performants revient. Les interférences du Parlement européen sont nombreuses à ce sujet compte tenu du coût politique de la restructuration d'une institution financière. Le superviseur bancaire européen (la BCE) souhaite que les banques accélèrent la cession de leurs créances douteuses afin de libérer leur capacité à prêter. Le total des créances non-performantes se situe à 921mds € en zone euro, soit 6% de l'encours des prêts. L'accès à l'information sur la qualité de crédit sera primordial. La BCE a évoqué la mise en place de plateformes destinées à améliorer la liquidité (en attirant de nouveaux investisseurs) tout en préservant la solvabilité des banques qui vendent ces actifs. Il s'agit ainsi d'éviter que les

fonds vautours spécialisés n'exercent un pouvoir de marché excessif empêchant une transaction et retardant l'assainissement des bilans bancaires.

### Neutralité sur les taux

Le marché du Bund est resté sans tendance avec une faible variabilité des cours. La situation politique en Allemagne semble sans influence sur la psychologie du marché. La volatilité implicite à 1 mois se situe à 3,7%. L'absence d'asymétrie à la baisse du marché de la volatilité indique aussi que les intervenants ne cherchent pas à couvrir une détérioration éventuelle des cours. Le soutien de la BCE reste primordial. Le programme d'achats d'actifs a en effet été prorogé de neuf mois. Par ailleurs, la maturité moyenne des achats de la Bundesbank est en effet remontée à près de 8 ans le mois dernier. Les pressions à la pentification de la courbe des taux se sont atténuées. Le *spread* 2-10 ans allemand cote 105pdb au plus bas depuis le mois de juillet. En outre, une stratégie de pentification du segment de courbe 2-10 ans a l'inconvénient d'avoir un portage négatif. Il convient de revenir à la neutralité sur l'exposition en termes de courbe. Les valorisations sont certes peu attrayantes (valeur d'équilibre autour de 0,65%) mais la politique monétaire accommodante maintient un plafond sur les rendements obligataires. La neutralité directionnelle est recommandée. À l'horizon d'un mois, les effets de fin d'année (notamment sur le marché du repo) pourraient raviver l'effet rareté et conduire à une surperformance des titres de dette allemands contre swap.

Aux États-Unis, la pression acheteuse est forte sur les maturités longues. Le consensus baissier est pris en défaut. La croissance économique, pourtant proche de 3%*Ta* au 3T17, a peu d'effet sur la dynamique des marchés de taux. La réglementation applicable aux fonds de pension américains impose un allongement de la *duration* de l'actif sous peine de sanctions à compter de janvier 2018. Il en résulte une demande de *strips*. L'accroissement de l'encours des titres démembrés sur le marché des *Treasuries* illustre cet excès de demande. La courbe des taux s'est considérablement aplatie. Le *spread* 2-10 ans cote sous 60pdb et le 10-30 ans s'échange à peine au-dessus de 40pdb. Les niveaux actuels militent pour la neutralité

sur le 10-30 ans alors que le 2-10 ans conserve un potentiel de resserrement.

La présentation du budget britannique n'a pas engendré de volatilité sur le marché du Gilt. Le 10 ans cote autour d'1,25%. Les projections de croissance annuelle de l'OBR ont été abaissées d'un demi-point sur les quatre prochaines années. Le besoin de financement de l'État augmentera néanmoins de 29mds £ à l'horizon de 2022 par rapport aux dernières prévisions. Les perspectives de crédit sont défavorables et devraient contribuer à une pentification de la courbe des rendements britanniques.

### Rester prudent sur l'OAT

La dette souveraine de la zone euro demeure stable. Les fonds obligataires européens ont cessé de vendre les emprunts d'états au 3T17 pour la première fois depuis le début du programme d'achats d'actifs. Les non-résidents ont en revanche cédé 200mds € de titres européens sur les douze derniers mois. L'OAT française affiche une surperformance nette sur le mois écoulé. Le réinvestissement des flux d'octobre a soutenu l'OAT à 10 ans dont le *spread* se situe à 33pdb. Les valorisations relatives aux émetteurs *core* nous incitent néanmoins à maintenir une sous-exposition sur la dette de la France. Les banques françaises sont acheteuses d'OATs. La Belgique apparaît chère également mais peut offrir une alternative à l'OAT sur les échéances intermédiaires. Quant aux marchés obligataires périphériques, la *rally* italien se maintient. Le BTP à 10 ans s'échange autour de 140pdb. Le probable relèvement de la note portugaise nous incite à conserver une surexposition sur cet émetteur. A l'inverse, la neutralité reste appropriée en Espagne avant les élections catalanes le 21 décembre prochain.

La recherche de rendement reste un thème majeur sur le marché du crédit. La prime moyenne de *investment grade* ressort à 89pdb contre Bund. La présence de la BCE crée des distorsions de valorisations favorisant les reports vers les dettes plus risquées : subordonnées financières, hybrides et notations spéculatives. Les courbes de *spreads* de crédit se sont fortement aplaties, les rendements sur *investment grade* 1-3 ans étant désormais proches de 0%. Le *high yield* apparaît cher et les signaux de court terme sont incertains mais la qualité de crédit est en amélioration constante. Une hausse du taux de défaut est peu probable à l'horizon d'un an.

## Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	27-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.71 %	+1	+6	+6
EUR Bunds 10 ans	0.34 %	-2	-4	+13
EUR Bunds 30 ans	1.18 %	-6	-10	+24
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	105 pdb	-3	-10	+7
USD Treasuries 2 ans	1.75 %	+0	+17	+56
USD Treasuries 10 ans	2.33 %	-4	-8	-11
USD Treasuries 30 ans	2.76 %	-2	-16	-30
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	58 pdb	-4	-24	-68
GBP Gilt 10 ans	1.26 %	-4	-9	+2
JGB 10 ans	0.04 %	+1	-3	0
Spreads Souverains € (10 ans)	27-nov.-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	33 pdb	+0	-7	-15
Belgique	22 pdb	+1	-3	-11
Italie	144 pdb	0	-12	-17
Espagne	113 pdb	-2	-7	-5
Portugal	158 pdb	-1	-24	-198
Points Morts d'Inflation (10 ans)	27-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATI	137 pdb	-1	+2	+11
USD TIPS	187 pdb	-1	-3	-10
GBP Gilt Indexé	312 pdb	+1	+5	+10
Swap Spreads (10 ans)	27-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	47 pdb	-1	-1	+1
USD Swap Spread	-1 pdb	0	+2	+10
Indices Crédit (BarCap)	27-nov.-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	89 pdb	-1	-2	-34
EUR Financières OAS	95 pdb	-2	-3	-44
EUR Agences OAS	40 pdb	-1	-2	-17
EUR Securitized - Covered OAS	43 pdb	-2	-2	-24
EUR High Yield Pan-Européen OAS	286 pdb	-7	+38	-93
Devises	27-nov.-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.191 \$	+1.37	+2.58	+13.23
GBP/USD	1.333 \$	+0.73	+1.55	+8.03
USD/JPY	111.01 ¥	+1.41	+2.4	+5.36

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	-1
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	=
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obligationnaires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	=
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	=
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	=
EUR High Yield Pan-Européen	=

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.